

A Relação entre o Retorno Anormal e a Responsabilidade Social e Ambiental: Um Estudo Empírico na Bovespa no Período de 1999 a 2006

Valcemiro Nossa †

FUCAPE Business School

Jesuína Figueira Cezar Ω

Fundação Educacional e Cultural São José

Annor da Silva Junior Ξ

FUCAPE Business School

Ézio Carlos Silva Baptista Ψ

FUCAPE Business School

Silvania Neris Nossa Φ

FUCAPE Business School

RESUMO: Objetiva-se com este estudo investigar a relação entre o retorno anormal e a performance social e ambiental das empresas com ações negociadas na Bovespa e que publicam, regularmente, Balanço Social de acordo com o modelo proposto pelo IBASE. Mensurou-se a performance social e ambiental a partir dos indicadores sociais internos, indicadores sociais externos e indicadores ambientais, extraídos dos balanços sociais das 100 maiores empresas que publicaram o Balanço Social no período de 1999 a 2006. Para o cálculo do retorno anormal, utilizou-se o preço da ação das empresas, bem como o beta, disponíveis na Economática. O teste de hipótese foi realizado por meio da análise de regressão com dados em painel com efeito fixo, ajustado pela ferramenta robust. Foi utilizado o teste de Hausman. Verificou-se que o indicador de responsabilidade social interno, o indicador de responsabilidade social externo e o indicador de responsabilidade ambiental não apresentam relação com o retorno anormal das empresas, considerando-se a amostra em análise.

Palavras-chave: retorno anormal; eficiência; responsabilidade social; responsabilidade ambiental.

Recebido em 30/03/2009; revisado em 03/04/2009; aceito em 08/05/2009.

Correspondência com autores*:

† Professor da FUCAPE
Business School
Endereço: Av. Fernando
Ferrari, 1358, Boa Vista,
Vitória-ES – Brasil -
CEP: 29075-505, e-mail:
valcemiro@fucape.br
Telefone: (27)4009-4444

Ω Professora da
Fundação Educacional e
Cultural São José
Endereço: Rua Major
Porfirio Henriques, 41,,
Centro, Itaperuna- RJ –
Brasil - CEP: 28300-000,
e-mail:
jesuinafc@oi.com.br
Telefone: (22) 3824-5515

Ξ Professor da FUCAPE
Business School
Endereço: Av. Fernando
Ferrari, 1358, Boa Vista,
Vitória-ES – Brasil -
CEP: 29075-505, e-mail:
annorsj@fucap.br
Telefone: (27)4009-4444

Ψ Professor da FUCAPE
Business School
Endereço: Av. Fernando
Ferrari, 1358, Boa Vista,
Vitória-ES – Brasil -
CEP: 29075-505, e-mail:
ezio@fucape.br
Telefone: (27)4009-4444

Φ Pesquisadora da
FUCAPE Business School
Endereço: Av. Fernando
Ferrari, 1358, Boa Vista,
Vitória-ES – Brasil -
CEP: 29075-505, e-mail:
silvanianossa@uol.com.br
Telefone: (27) 4009-4444

Nota do Editor: Este artigo foi aceito por Antonio Lopo Martinez.

1. INTRODUÇÃO

A economia clássica defende que as organizações existem para maximizar valor para o acionista - expectativa dos *shareholders* (FRIEDMAN, 1970). Por outro lado, a teoria dos *stakeholders* (FREEMAN, 1984) defende que as organizações existem para atender à demanda de um grupo maior e mais abrangente de atores sociais. Entre os atores sociais destacam-se os acionistas, o corpo diretivo, o corpo funcional, o conjunto de fornecedores e clientes, governos, entre outros.

Sob a perspectiva dos *stakeholders*, a responsabilidade social corporativa é definida por Ashley (2005, p. 6-7) como o compromisso que determinada organização deve assumir junto à sociedade. Esse compromisso pode ser medido por meio de atos que afetem o meio social, positivamente, de modo amplo ou em alguma comunidade específica.

Esta pesquisa está fundamentada na teoria de agência que conforme Jensen e Meckling (1976 e Akerlof (1970) se destaca nos ambientes empresariais nos quais os acionistas (principal) contratam os gestores (agentes) e ambos podem explorar a empresa de modo a atender aos seus interesses pessoais, em detrimento aos interesses das empresas.

Para Wood (1991, p. 695), a ideia básica por trás da responsabilidade social corporativa é que as organizações e a sociedade são sistemas interdependentes e não-distintos, ou seja, fica estabelecido, entre ambas, um relacionamento e uma interação no qual as organizações retiram do ambiente, insumos diversos. Esses insumos são transformados, por meio de processos produtivos e gerenciais, em produtos e em serviços vendáveis que retornam para o ambiente para atender às expectativas mais amplas da sociedade.

Na perspectiva de Cesar e Silva Junior (2008), quando a organização obtém retorno financeiro positivo, ela procura agir de forma socialmente responsável contribuindo para a construção de uma sociedade melhor. Agindo assim, surge entre a organização e a sociedade uma relação de causalidade circular, em que uma contribui para viabilizar a outra de forma interdependente e constante, em que o lucro viabiliza a responsabilidade social e esta viabiliza o lucro.

Sobre a Teoria da sinalização, Spence (1973) argumenta que, na medida em que as empresas assumem sinais, elas podem sinalizar de forma neutra, positiva ou negativa junto às partes interessadas. Esse cenário pode levar um sinal positivo para o mercado acionário, de acordo com as estratégias assumidas pelos gestores.

Diante do exposto, esta pesquisa tem por objetivo verificar a relação entre o investimento social e ambiental e o retorno anormal, uma vez que, conforme Friedman (1970), as organizações existem para maximizar valor para o acionista - expectativa dos *shareholders*.

Assim, questiona-se a efetiva viabilidade dessa causalidade circular, ou seja, se existe uma relação entre a responsabilidade social/ambiental e o retorno anormal. A problemática central está em identificar e analisar as consequências do direcionamento do lucro não apenas para os acionistas, mas para o conjunto dos *stakeholders*. A partir dessa identificação, é fundamental encontrar evidências empíricas que possam sustentar a argumentação teórica vigente entre os autores que defendem a prática da responsabilidade social, no sentido de que o investimento social corporativo aprecia a *performance* da empresa e melhora seu posicionamento no mercado (ASHLEY, 2005; WOOD, 1991; WOOD; JONES, 1996; CARROLL, 1979; 1991; 1999).

A existência de uma relação positiva entre o retorno anormal e o investimento social/ambiental, numa perspectiva financeira, permite a mensuração, em termos monetários, do quão positivamente os acionistas veem o investimento de recursos das empresas na área social/ambiental.

É com base nessas inquietações e constatações que surge o problema de pesquisa aqui apresentado: **Qual a relação entre o retorno anormal e a *performance* social e ambiental das empresas brasileiras com ações negociadas na BOVESPA e que publicam balanço social do modelo IBASE?**

Assim, o objetivo deste artigo é investigar a relação do retorno anormal com a *performance* social e ambiental das empresas listadas na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo). A relevância deste estudo se dá uma vez que a percepção dos acionistas pode interferir na decisão de um gestor entre investir ou não na área social e ambiental.

Para atingir ao propósito deste estudo, mensurou-se a *performance* social e ambiental a partir dos indicadores sociais internos, indicadores sociais externos e indicadores ambientais, extraídas dos balanços sociais das empresas publicadas segundo o modelo IBASE. O retorno anormal foi medido utilizando-se informações disponíveis na base de dados Economatica e IPEADATA. Esses aspectos serão descritos e fundamentados no tópico de metodologia da pesquisa.

Seguindo o movimento de que a *performance* social e ambiental pode estar relacionada negativa, neutra ou positivamente com retorno anormal, conforme revisão da literatura, tem-se a seguinte hipótese:

H₀: Existe relação entre o retorno anormal das empresas e as variáveis de *performance* social e ambiental que compõem a amostra. Espera-se que esta pesquisa contribua para o entendimento dessa relação.

Considera-se uma das principais limitações da pesquisa o fato de as informações sociais - amparadas em divulgações, na sua grande maioria - não passarem por um processo de auditoria. Como normalmente acontece nas pesquisas empíricas, os resultados do presente trabalho estão condicionados à amostra observada, e partiu-se do pressuposto da confiabilidade na divulgação dos dados pelas empresas.

2. PERFORMANCE SOCIAL/AMBIENTAL E O RETORNO DE AÇÕES

O tema responsabilidade social é objeto de estudos empíricos em recentes pesquisas que se utilizaram das ferramentas estatísticas mais intensamente, com o intuito de mostrar evidências quantitativas sobre a relação entre a RSC – Responsabilidade Social Corporativa e *performance* financeira/retorno de ações das respectivas organizações.

Estudos sobre a relação da *performance* ambiental e social se destacam em cenários nos quais, segundo Jensen e Meckling (1976) e Akerlof, os acionistas (principal) contratam os gestores (agentes) num contexto em que ambos podem explorar a empresa de modo a atender aos seus interesses pessoais, em detrimento ao interesse da empresa. A existência de assimetria informacional entre o gestor e o investidor pode fazer com que o segundo fique em desvantagem em relação ao gestor, uma vez que os gestores têm acesso a informações às quais os acionistas não têm.

A decisão de investir em um ou outro projeto social/ambiental fica a critério do gestor, assim o acionista não tem acesso à informação de que o projeto social/ambiental pode ser uma sinalização positiva ou não para a empresa diante do mercado acionário.

Sobre a Teoria da sinalização, Spence (1973) ressalta que, na medida em que as empresas assumem sinais, elas podem sinalizar de forma neutra, positiva ou negativa junto às partes interessadas. Para Cochran e Wood (1984), a maioria das medidas de *performance* financeira cai em duas categorias gerais: retorno ao investidor e retorno (lucro) contábil. Tanto Moskowitz (1972) quanto Vance (1975) e Alexander e Bulchholz (1978) estudaram a relação entre o investimento social e o retorno para os acionistas. Cochran e Wood (1984, p. 45)

argumentam que “essa mensuração é claramente falha. A mudança de preços por ação é somente um elemento do retorno do investidor”.

A *performance* social é definida por Wood (1991) como uma configuração de princípios de responsabilidade social, processos de responsabilidade social, políticas, programas e impactos observáveis, e como eles se aplicam nos relacionamentos sociais da firma. Percebe-se ainda, pela sua amplitude, como sendo algo razoavelmente complexo e operacionalmente sujeito às dificuldades de implementação em um processo de medição e avaliação.

No Brasil, existem algumas organizações que focam a *performance* social e/ou ambiental das empresas. Entre outras, podem ser citadas três: Instituto Ethos – criado em 1999, Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE) – criado em 1997 e Instituto Akatu – criado em 2001.

Em 2005, a Bovespa, em conjunto com várias instituições – ABRAPP, ANBID, APIMEC, IBGC, IFC, Instituto Ethos e Ministério do Meio Ambiente – decidiram unir esforços para criar um índice de ações que fosse um referencial para os investimentos socialmente responsáveis, o ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial. O ISE se propõe a refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, e também atuar como promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro (Bovespa, 2007).

O Balanço Social busca demonstrar o grau de responsabilidade social assumido pela empresa e assim prestar contas à sociedade em relação ao uso do patrimônio público, constituído dos recursos naturais e humanos e do direito de conviver e de usufruir dos benefícios da sociedade em que atua (IUDÍCIBUS; MARTINS e GELBCKE, 2003).

O Ibase (2007) caracteriza o balanço social como

um demonstrativo publicado anualmente pela empresa, reunindo um conjunto de informações sobre os projetos, benefícios e ações sociais dirigidas aos empregados, investidores, analistas de mercado, acionistas e à comunidade. É também um instrumento estratégico para avaliar e multiplicar o exercício da responsabilidade social corporativa (IBASE, 2007).

Sobre dados de informação ambiental, Nossa e Carvalho (2003, p. 3) escreveram que:

Muitos estudos de natureza empírica têm mostrado como vem se comportando a evidenciação de informações de caráter ambiental. Geralmente, o assunto *disclosure* ambiental é tratado em conjunto com o *disclosure* social. A maioria dessas pesquisas utilizou-se da técnica de análise de conteúdo para coleta e avaliação dos dados (NOSSA; CARVALHO, 2003, p. 3).

Alguns estudos, ao longo das últimas quatro décadas, vêm buscando encontrar relação entre *performance* social e ambiental e *performance* financeira/retorno de ações, mas resultados conflitantes impedem um consenso claro a respeito do tema. Outra crítica pertinente se refere às metodologias diversas encontradas para mensurar tais *performances*, principalmente as referentes à *performance* social e ambiental.

Ullmann (1985, p. 554-555) caracteriza o resultado das pesquisas como informações à procura de uma teoria adequada, e incentiva futuras pesquisas, com foco nas “relações entre *performance* social e *performance* econômica”. Aupperle; Carrol e Hatfield (1985) corroboram a observação de Ullmann (1985), mas chamam a atenção para a qualidade de pesquisas elaboradas sobre o tema responsabilidade social e destacam que alguns estudos refletem metodologias variadas e diferentes graus de rigor. Contudo, *surveys* de boa reputação e análises de conteúdo de relatórios anuais dão origem a uma base inicial proveitosa.

3. RESULTADO DE PESQUISAS EMPÍRICAS - RELAÇÃO NEGATIVA, POSITIVA E NEUTRA ENTRE AS *PERFORMANCES*

A visão de relação positiva entre *performance* social e *performance* financeira é fundamentada inicialmente por Moskowitz (1972), que tentou validá-la empiricamente. Para Moskowitz (1972), a administração socialmente atenta e interessada também possuirá o requisito da habilidade de mover-se para uma empresa superior no sentido de *performance* financeira tradicional, assim fazendo de sua empresa um investimento atrativo.

Moskowitz (1972) selecionou 14 firmas que possuíam o que ele acreditava ser uma credencial de boa responsabilidade social, e então calculou a taxa de retorno das ações ordinárias para os primeiros seis meses do ano de 1972. Depois observou que as 14 ações tinham apreciado uma média percentual de 7,28%, enquanto que o maior índice de mercado, como o *Dow-Jones Industrial*, tinha apreciado um resultado de 4,4%. Assim, Moskowitz deu suporte à sua visão.

Ao utilizar o teste de média, Vance (1975) desenvolveu um estudo com empresas listadas na NYSE sobre a relação da responsabilidade social das empresas e o retorno de ações, e encontrou uma relação negativa.

Alexsander e Bulchhols (1978) replicaram a pesquisa por meio da análise de regressão e fizeram ajustes no cálculo do retorno de ações, incluindo o risco no cálculo do retorno. Para a classificação da responsabilidade social, os autores se utilizaram da metodologia proposta por Vance (1975) e Moskowitz (1972). O resultado encontrado por Alexsander e Bulchhols (1978) foi de que não houve relação entre a responsabilidade social e o retorno de ações. Esse resultado foi contrário ao encontrado por Vance (1975) e Moskowitz (1972).

Aupperle, e Hatfield (1985) não encontraram relação entre responsabilidade social e desempenho financeiro. Os autores destacam que uma limitação das pesquisas sobre responsabilidade social pode estar na dificuldade e no possível viés na metodologia para a mensuração da responsabilidade social.

No Brasil, Borba (2005) desenvolveu um estudo empírico alcançando resultados que mostraram, na maioria dos períodos analisados, relações predominantemente nulas, utilizando indicadores de desempenho financeiro de mercado ou contábeis e de desempenho social, com ou sem defasagem temporal. Entretanto, Borba (2005) observou que, quando ocorreram relações significantes entre essas variáveis, essas relações geralmente foram positivas, principalmente quando foram utilizados indicadores financeiros contábeis. Borba (2005), em seu trabalho, utilizou duas variáveis de *performance* financeira a valores de mercado: *q de Tobin* (8) e Valor da Firma, calculados segundo a aproximação proposta pela Economática. Foram utilizadas ainda três variáveis para representar o desempenho econômico financeiro a valores contábeis: Retorno do Lucro Operacional Próprio (LOPAT), Retorno da Geração Bruta de Caixa (LAJIRDA) e o Retorno do Lucro Operacional (LOAT). Para a variável de desempenho social corporativo, o autor construiu um indicador de desempenho social corporativo baseado nos dados disponíveis dos Balanços Sociais modelo IBASE. Borba (2005) considerou duas variáveis de controle, sendo uma o setor de atuação da empresa e outra o tamanho, representado pelo logaritmo do faturamento operacional líquido da empresa.

Ainda no Brasil, Farias (2008) investigou a inter-relação entre a divulgação ambiental, o desempenho ambiental e o desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto, com uma amostra de 87 empresas, por meio do modelo de equações simultâneas. Os resultados da pesquisas sugeriram que não há inter-relação significativa entre as variáveis pesquisadas, ou seja, observou-se que a divulgação ambiental é influenciada pelo desempenho

ambiental, que o desempenho econômico afeta o desempenho ambiental, mas que a divulgação ambiental não é afetada pelo desempenho econômico.

Cochran e Wood (1984) empregaram a variável de responsabilidade social corporativa – RSC – seguindo a escala reputacional de Moskowitz. Seus resultados apontaram para uma não-relação entre a *performance* social (RSC) e a *performance* financeira nas empresas.

As pesquisas de Waddock e Graves (1997) e McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988) encontraram relação positiva entre *performance* social corporativa e *performance* financeira. A *performance* social no trabalho de Waddock e Graves (1997, p. 307) seguiram a proposta de Ullmann (1985) baseada em oito atributos de desempenho social das empresas.

As *performances* financeiras aplicadas nos testes de McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988, p. 861) foram *performance* de mercado mensurada pelo retorno de mercado ajustado ao risco (*alpha*) e retorno total. A variável de controle foi o beta, representando o risco de mercado.

4. METODOLOGIA DE PESQUISA

4.1 Tipo de Pesquisa

Esta pesquisa pode ser reconhecida como um estudo empírico-analítico, conforme Martins (2000). Este estudo contou com artigos, livros e materiais que ainda não receberam um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os propósitos da pesquisa.

Quanto ao estudo empírico, seguiu-se a orientação de Lopes (2004, p. 13) com a observação de que “o foco empírico das pesquisas realizadas deve-se ao entendimento que 'boa' pesquisa em economia, administração e contabilidade deve servir para explicar o comportamento da realidade e não normatizá-la”.

Para responder à questão de pesquisa, os dados foram capturados dos Balanços Sociais publicados de empresas selecionadas. A seleção das empresas que compõem a amostra se deu a partir do ranking da Revista Exame – “Melhores e Maiores 2007” das 100 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado.

Foram analisadas todas as 100 empresas que têm seus Balanços Sociais ou em outros tipos de evidenciações sócio-ambientais o Modelo IBASE anexado. Nesse sentido, empresas com outros tipos de evidenciações, sem o Modelo IBASE, foram desconsideradas. Dessa forma, o número de empresas que apresentaram o modelo requerido para este estudo foi assim distribuído: no ano de 1999, 15 empresas; em 2000, 27; em 2001, 31; em 2002, 38; em 2003, 39, em 2004, 22, em 2005, 44 e em 2006, 28, totalizando, em todos os anos da amostra, 244 observações. A estatística descritiva das variáveis pode ser observada no Apêndice A.

A fundamentação teórica deste estudo se dá por meio da teoria da sinalização, da teoria de agência e da teoria dos *stakeholders*.

Para Stence (1973), de acordo com a teoria da sinalização, quando as empresas assumem estratégias, elas podem sinalizar de forma neutra, positiva ou negativa junto às partes interessadas.

Freeman (1984) defende, por meio da teoria dos *stakeholders*, que as organizações existem para atender à demanda de um grupo maior e mais abrangente de atores sociais. Entre os atores sociais, destacam-se os acionistas, o corpo diretivo, o corpo funcional, o conjunto de fornecedores e clientes, governos, entre outros. Dessa forma, sob a perspectiva dos *stakeholders*, a responsabilidade social corporativa é definida por Ashley (2005, p. 6-7) como o compromisso que determinada organização deve assumir junto à sociedade. Esse

compromisso pode ser medido por meio de atos que afetem o meio social positivamente, de modo amplo ou em alguma comunidade específica.

No que se refere à teoria de agência no contexto organizacional, Jensen e Meckling (1976) e Akerlof (1970) argumentam que a teoria de agência se destaca nos ambientes empresariais nos quais os acionistas (principal) contratam os gestores (agentes), e ambos podem explorar a empresa de modo a atender aos seus interesses pessoais, em detrimento dos interesses das empresas. Assim, as escolhas feitas pelos gestores, entre um projeto e outro, podem ser mais de interesse do gestor do que do interesse da empresa. Nesse contexto, devido à existência de assimetria informacional entre o gestor e o investidor podem ocorrer opções por projetos que façam com que o investidor fique em desvantagem em relação ao gestor, uma vez que os gestores têm acesso a informações a que os acionistas não têm.

Para a análise, utilizou-se a regressão em painel com efeito fixo, ajustado pela ferramenta *robust*. A ferramenta *robust*, conforme Greene (1997, p. 635), pode corrigir possíveis problemas estatísticos, devido à existência de heterocedasticidade. Foi aplicado também o teste de normalidade de resíduos *Shapiro-Wilk*. Fez-se ainda uso do teste de Hausman para a opção entre efeito fixo e efeito aleatório na análise de regressão em painel. Gujarati (2006), a esse respeito, escreveu:

A resposta a essa pergunta [qual dos modelos é melhor?] depende da pressuposição que fazemos sobre a provável correlação entre o componente de erro individual ou específico ao corte transversal, ε_i , e os regressores de X. Se pressupormos que ε_i e os X *não estão correlacionados*, o modelo de correção dos erros pode ser adequado, mas se esperarmos que *estejam correlacionados*, então o modelo de efeitos fixos pode ser o indicado (GUJARATI; 2006, p. 523-524).

Segundo Gujarati (2006, p. 524), Hausman desenvolveu um teste em 1978 para formalizar a melhor escolha entre o modelo de efeito fixo e o modelo de efeito aleatório e argumenta que:

A hipótese nula subjacente ao teste é que os estimadores do modelo de efeitos fixos e do modelo de correção dos erros não diferem substancialmente. O teste estatístico formulado por Hausman tem uma distribuição de χ^2 assintótica. Se a hipótese nula for rejeitada, a conclusão é que o modelo de correção dos erros não é adequado e que é preferível empregar o modelo de efeitos fixos e, neste caso, as inferências estatísticas serão condicionadas a ε_i na amostra (GUJARATI, 2006, p. 524-525).

O emprego de dados em painel beneficia o tamanho da amostra e o poder dos testes estatísticos, conforme mostra Wooldridge (2006 p. 403): "Uma razão para usar agrupamentos independentes de cortes transversais é aumentar o tamanho da amostra. Ao agrupar amostras aleatórias da mesma população, mas em períodos de tempo diferentes, pode-se obter estimadores mais precisos e estatísticas de testes mais poderosas". Wooldridge (2006 p. 403) também chama a atenção quanto ao agrupamento das amostras, que somente torna-se útil se a relação permanecer constante ao longo do tempo entre a variável dependente e, pelo menos, uma das variáveis independentes.

4.2 Variável Dependente

Borba (2005) de que o uso de variáveis de desempenho financeiro contábeis seria mais indicado para este tipo de pesquisa, uma vez que apresentaram resultados mais coerentes entre si do que as variáveis de desempenho financeiro de mercado. Apesar desses argumentos, optou-se pelo estudo do retorno anormal, ou seja, estudar o desempenho do

preço da ação das empresas que investem recursos na área social/ambiental para verificar, de acordo com a teoria da sinalização, se o investimento em responsabilidade social e ambiental sinaliza de forma positiva, neutra ou negativamente para o mercado de ações brasileiro.

O retorno anormal (RA_{it}), conforme Sarlo Neto (2004), é a diferença entre a taxa de retorno da ação (Equação 1) e o retorno esperado (Equação 2).

$$R_{it} = (p_{it} - p_{it-1}) \div p_{it-1} \quad (1)$$

Onde:

R_{it} = taxa de retorno do ativo i e t = ano do investimento social

p_{it} = preço da ação da empresa i no último dia útil do ano do investimento social

p_{it-1} = preço da ação da empresa i no último dia útil do ano anterior do investimento social

O cálculo do retorno esperado (Equação 2) seguiu a proposta Mellagi Filho e Ishikawa (2000). No mercado brasileiro, a poupança se apresenta (SANT'ANNA, 2004) como uma *proxy* para a taxa livre de risco. O modelo de determinação do preço dos ativos (CAPM - *Capital Asset Pricing Model*) foi calculado a partir do Índice Bovespa do último dia útil do ano para cada empresa. Tanto o índice anual da Bovespa quanto o índice de poupança anual foram capturados no site do Ipeadata (BRASIL, 2007). O Beta foi capturado na Base de Dados Econômica para cada empresa (Equação 2).

$$E(R_{it}) = R_F + \beta_{it} [E(R_M) - R_F] \quad (2)$$

Onde:

$E(R_{it})$ = taxa esperada de retorno do ativo i e t = ano do investimento social

R_F = taxa livre de risco, representada neste trabalho pela poupança;

β_{it} = medida dos retornos da ação frente aos retornos do mercado; e

$E(R_M)$ = retornos esperados do mercado.

4.3 Variáveis Independentes

Foram consideradas as seguintes variáveis de *performance* social e ambiental da empresa: Indicadores Sociais Internos; Indicadores Sociais Externos e Indicadores Ambientais, extraídas dos Balanços Sociais das empresas.

Os indicadores sociais internos, segundo Ibase (2007) incluem todos os recursos gastos pela empresa em ações sociais dentro da organização, tais como encargos sociais, participação nos resultados, alimentação, previdência complementar, saúde, capacitação, creche e outros.

O Ibase (2007) destaca que os indicadores sociais externos constituídos pelo total das contribuições para a sociedade devem ser somente os investimentos focais que a empresa realiza regularmente, bem como os tributos excluídos dos encargos sociais.

Conforme Ibase (2007), os indicadores ambientais incluem todos os recursos gastos pela empresa em meio ambiente. Trabalhou-se neste artigo com o total investido, mas o modelo IBASE instrui para que sejam explicitados separadamente os seguintes indicadores ambientais: (1) investimentos relacionados com a produção/operação da empresa; (2) investimentos em programas/projetos externos e (3) metas anuais. Este último (metas anuais) não foi utilizado, pois poucas empresas o informaram. Além disso, para efeito deste trabalho, o indicador metas anuais estaria destoante considerando-se que não é calculado com base na receita líquida, além da subjetividade da informação. (11)

Para explicitar como são calculados os Indicadores sociais internos, externos e ambientais, conforme orientação do modelo IBASE, assumiu-se como base de cálculo a Receita Líquida (RL), que é a receita bruta excluídos os impostos, contribuições, devoluções, abatimentos e descontos comerciais. Foram utilizados, para compor esse índice, os totais dos valores investidos pelas empresas na área social internamente, externamente e na área ambiental. Assim, o indicador é composto pelo seguinte quociente: $VISA/RL \times 100$. Onde: VISA = Valores de Investimentos Sociais e Ambientais.

4.4 Variáveis de Controle

As variáveis de controle são usadas para levar em consideração influências já conhecidas na variável dependente por meio de pesquisas anteriores. As consideradas neste trabalho são: a) tamanho da empresa, definida como o logaritmo do Ativo e b) Endividamento calculado pelo quociente do Exigível total e Ativo total da empresa (Dívida/Ativo) e também pelo quociente do Exigível total e Patrimônio Líquido (Dívida/PL), uma vez que foram usadas em pesquisas como as de Mahoney e Roberts (2004) e Waddock e Graves (1997), na busca de explicação para o retorno das empresas.

Em suas pesquisas Dalmácio et al (2005), Gupta (1980), Sutton (1997), Kalecki (1945), Hall (1987) encontraram evidências de que o tamanho da empresa está relacionado com a lucratividade da mesma.

Porter (1991, p. 144) ressalta que “...as empresas que tenham parcelas de mercado relativamente pequenas terão menor potencial de lucro” em comparação com as empresas de maior potencial de lucro. O autor ressalta que tais empresas “gozam de graus diferentes de negociação com clientes e fornecedores”. Assim, as empresas maiores vendem mais, e seus custos dos produtos são mais reduzidos em relação aos das empresas menores. Dessa forma, o tamanho das empresas pode influenciar o desempenho das instituições, e por consequência, influenciar o preço das ações das empresas.

D'Arcimoles e Trebucq (2002) também demonstraram atenção sobre suas variáveis de controle e escreveram:

(...) Tamanho é uma variável relevante porque despesas sociais e ambientais e a habilidade para comunicar podem variar entre grandes e pequenas empresas. O tamanho de uma empresa é medido através de três variáveis alternativas: total das vendas, ativos totais e o número de empregados. Esforços financeiros para empregados ou proteção ambiental também dependem da capacidade de manobra da administração. Usamos a relação dívida/patrimônio líquido como uma *proxy* apropriada para tolerância do risco de administração (D'ARCIMOLES; TREBUCQ, 2002, p. 7-8, tradução livre).

Neste trabalho, utilizou-se o indicador de dependência financeira (Dívida/Ativo), sem separar o *long-term debt*, que indica “o montante investido em seus ativos, [...] a participação dos recursos de terceiros” (ASSAF NETO, 2001, p. 147) e outro índice de endividamento, obtido pela relação entre capital de terceiros e o capital próprio. Segundo Matarazzo (2003, p. 295-297), “o índice dívida/PL chama mais a atenção do analista e do usuário para aumentos no endividamento da empresa”, mostrando grande sensibilidade neste tipo de evidenciação e, por esta razão, é da preferência desse autor.

Os recursos utilizados pelas empresas podem ser obtidos pelas firmas por meio de diversas fontes, tais como: endividamento (capital de terceiros), emissão de títulos (capital próprio) e retenção de lucros (reinvestimento de lucros). Cada uma dessas opções apresenta um custo de captação específico para a firma, o que pode ser definido como o custo de captação dos recursos (SCHROEDER *et al.*, 2005).

O custo de captação de recursos representa o retorno exigido pelos donos do capital, sendo que o custo de captação está relacionado às escolhas que as empresas fazem quanto à forma de obtenção dos recursos, podendo ocorrer de diversas formas e com taxas de retornos distintas, conforme Myers (1984). Modigliane e Miller (1958) criaram a preposição de M&M, que questiona a relação custos versus benefício do endividamento que pode influenciar o desempenho das firmas. Esse desempenho pode ser uma sinalização para os acionistas e ter influência na precificação das ações. Uma justificativa para o uso das variáveis tamanho e endividamento é o fato dessas representarem variáveis de controle para amenizar o termo de erro de regressão.

4.5 Modelo Estatístico

Consideradas as variáveis previamente selecionadas e identificadas, o modelo sugerido para o estudo da relação entre o retorno anormal e a *performance* social e ambiental das companhias brasileiras neste trabalho está apresentado na Equação (3).

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1.IndSInterno_{it} + \beta_2.IndSExterno_{it} + \beta_3.IndSAmbiental_{it} + \beta_4.tamanho_{it} + \beta_5.Divida / PL_{it} + \xi_{it} \quad (3)$$

Onde:

RA_t – Retorno anormal em t . (Variável de *performance* de mercado);

B_0 – intercepto;

$IndSInterno_t$ – Indicador Social Interno em t (encargos sociais, participação nos resultados, alimentação, previdência complementar, saúde, capacitação, creche e outros);

$IndSExterno_t$ – Indicador Social Externo em t ; (total das contribuições para a sociedade devem ser somente os investimentos focais que a empresa realiza regularmente, bem como os tributos excluídos dos encargos sociais);

$IndAmbiental_t$ – Indicador Ambiental total investido em t ;

$Tamanho_t$ – Resultado do cálculo do Logaritmo do Ativo;

$Dívida/PL_t$ – $(PC_t + PNC_t / PL_{t-1})$, ou seja, Passivo Circulante em t + Passivo não-Circulante em t dividido pelo Patrimônio Líquido em ano anterior a mensuração das demais variáveis;

$Dívida/Ativo_t$ – $(PC_t + PNC_t / Ativo_{t-1})$, ou seja, Passivo Circulante em t + Passivo não-Circulante em t dividido pelo Patrimônio Líquido em ano anterior a mensuração das demais variáveis;

ξ_{it} termo de erro estocástico da regressão em painel.

5. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados obtidos pela variável dependente RA e pelas variáveis independentes: Indicadores Sociais Externos, Indicadores Sociais Internos e Indicadores Ambientais estimados por modelo de painel com efeito fixo, bem como as variáveis de controle, são apresentados de na Tabela 1, onde estão descritos os coeficientes betas (β), a estatística t (entre parênteses), os níveis de significância (valor p), F de significância e o teste de Hausman. O teste de Hausman (0,00), ao nível de significância de 1% indica, conforme Tabela 1, que não há diferença significativa entre os coeficientes aplicando-se a análise de regressão em painel com efeitos fixos ou aleatórios. Assim, optou-se pela análise de regressão em painel com efeito fixo.

Tabela 1: Resultado da análise de regressão em painel Equação 3

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1.IndSInterno_{it} + \beta_2.IndSExterno_{it} + \beta_3.IndSAmbiental_{it} + \beta_4.tamanho_{it} + \beta_5.Divida / PL_{it} + \xi_{it}$$

Betas	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	F	Hausman
Coefficientes	1,71	0,00	-0,01	-0,02	-0,09	0,00	0,00	0,00
<i>Statistic t</i>	(2,60)*	(0,22)	(0,57)	(-0,05)	(-2,39)**	(0,23)		

Nota: *, ** significante em nível de 1% e 5%, respectivamente (estatística t entre parênteses). Os dados são relativos ao período de 1999 a 2005.

Observou-se que não existe relação significativa entre retorno anormal e o indicador social interno (β_1), externo (β_2) e ambiental (β_3). Esses achados corroboram os trabalhos Alexander e Bulchholz (1978) e são contrários aos achados de Vance (1975) e Moskowitz (1975), que não encontraram relação entre os retornos de ações e responsabilidade social.

Os resultados encontrados sobre a não-observância de relação da responsabilidade social externa (β_2) e o retorno anormal não corroboram pesquisas que estudaram a relação entre desempenho financeiro e responsabilidade social. Entre esses trabalhos, podem ser citados os resultados de Mahoney e Roberts (2004) quanto à relação positiva encontrada por eles de ROA com a *performance* social na dimensão internacional; Waddock e Graves (1997) e McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988) que encontraram relação positiva entre as variáveis de *performance* financeira e de *performance* social analisadas; e ainda Cochran e Wood (1984), que, embora tenham encontrado relação nula entre as *performances*, encontraram também nos seus testes relação positiva entre a idade do ativo das empresas e sua responsabilidade social corporativa.

Apesar de não se verificar relação significativa, ressalta-se que o coeficiente da responsabilidade social interna se apresenta de forma positiva com o retorno anormal.

Ao analisar o indicador de *performance* ambiental (β_3) e sua relação com Retorno Anormal, embora não tenha significância estatística para o modelo, ele sinaliza um coeficiente negativo, em sentido oposto ao de Mahoney e Roberts (2004) que encontraram relação positiva significativa.

Apesar de não se poder afirmar que o coeficiente do indicador social externo (β_2) e o coeficiente do indicador ambiental (β_3) sejam diferentes de zero, observou-se um coeficiente negativo para ambos os betas. Nesse sentido, o retorno anormal tende a diminuir, e vice-versa. Para a teoria dos *stockholders*, há uma redução no retorno das ações da empresa quando os indicadores de responsabilidade social são altos, gerando, portanto, uma relação negativa entre desempenho social e financeiro nas empresas. Esse fenômeno pode ser um indicativo de comprometimento da saúde financeira da empresa de modo a afastar os acionistas, gerando uma relação negativa entre o retorno anormal e o investimento social interno/investimento ambiental.

Entretanto, quando se analisou o indicador social interno (β_1) revelou-se uma eficiência da administração baseada na teoria dos *stakeholders*, uma vez que, quanto maior o nível de investimento na *performance* social, maior também é o nível de retorno anormal. No entanto, vale ressaltar que não se pode afirmar que o coeficiente é diferente de zero ao nível de significância de 10%.

Segundo Jensen (2001), a teoria dos *stakeholders* seria uma prescrição para a destruição de valor da empresa e da redução do bem estar social. Entretanto, Jensen (2001, p.

9) tenta conciliar aspectos das duas teorias, elaborando a abordagem da maximização do valor “iluminado”, segundo a qual uma empresa não consegue maximizar seu valor se ignorar os interesses dos seus *stakeholders*.

Verificou-se que o sinal do coeficiente da *performance* social externa e ambiental sacrifica ativos sem um correspondente retorno, enquanto que a *performance* social interna apresenta sinal do coeficiente positivo. Os investimentos no âmbito social interno são direcionados nos gastos relacionados com empregados da empresa, como exemplo: vale-refeição, cesta básica, previdência privada, plano de saúde, bolsa de estudo e auxílio-creche. Já os investimentos sociais externos somam gastos que a empresa realiza regularmente na comunidade, tais como: creche, escola, lazer e cultura.

Esta pesquisa auxilia no entendimento da espontaneidade (racional) dos investimentos sociais externos e sinaliza para o cuidado nos investimentos sociais internos que a empresa assume, sob a perspectiva do retorno de ações das empresas.

Observa-se que tanto a variável de *performance* social (β_1 e β_2) quanto a de *performance* ambiental (β_3) não mostraram relação estatisticamente significativa em nível de 10% no período analisado de 1999 a 2006.

6. CONCLUSÕES

Este estudo propôs a investigação da relação do retorno anormal com a *performance* sócio-ambiental das empresas. Com a pesquisa, foi possível montar um banco de dados de Balanços Sociais – Modelo IBASE – para constituir sua amostra. Esses demonstrativos, escolhidos porque evidenciam quantitativamente os investimentos sócio-ambientais das empresas, estão disponíveis com série temporal e seguem padrões de metodologia. Desse modo, pode-se inferir que, no Brasil, já é possível encontrar recursos para avaliar a *performance* social de empresas utilizando uma abordagem de pesquisa positiva (THEÓPHILO e IUDÍCIBUS, 2005, p. 9-10), embora ainda com algumas limitações.

Os resultados desta pesquisa, com a aplicação de dados em painel, mostram que o retorno anormal das empresas não está sujeito à influência dos indicadores sociais internos e externos das empresas e do indicador de investimento ambiental das companhias, considerados neste estudo. Assim, verificou-se que o retorno anormal não está relacionado com os indicadores sociais internos e externos e indicadores ambientais.

Diante dos resultados encontrados, limitados à amostra analisada, rejeita-se a hipótese de que existe relação entre o retorno anormal das empresas e as variáveis de *performance* social.

Este trabalho espera contribuir para o debate acadêmico e profissional do tema tratado, com o levantamento e com a interpretação acerca do tema responsabilidade social corporativa e da relação da *performance* das ações com a *performance* social e ambiental das empresas.

Pesquisas futuras poderão realizar testes estatísticos considerando todas as empresas listadas na Bovespa, que publicam o balanço social, e compará-los com o presente trabalho. Recomenda-se ainda que sejam elaborados testes no sentido de verificar se as empresas que mais investem em responsabilidade social (interna e externa) e ambiental são as empresas que atingem maiores lucros. Seria interessante verificar ainda se o investimento em responsabilidade social e ambiental se mantém estável para empresas que apresentam prejuízos e para empresas que apresentam lucros. Outros indicadores de *performances* sociais também poderão ser testados, como exemplo, o número de empregados e/ou o número de acidentes de trabalho (dados disponíveis nos Balanços Sociais), além da utilização de

variáveis como *proxy* proveniente de outros modelos de relatórios de sustentabilidade, como o GRI – *Global Reporting Initiative*.

Uma limitação deste estudo refere-se à amostra tratada, que abrangeu apenas as 100 maiores empresas e que publicaram o Balanço Social no modelo Ibase.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. The market form “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p.488-500, ago. 1970.

ALEXANDER, Gordon; BUCHHOLZ, Rogene A. Corporate social responsibility and stock market performance. **The Academy of Management Journal**, v. 21, n. 3, p. 479-486, set. 1978.

ASHLEY, P. A. et al. **Ética e responsabilidade social nos negócios**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**: um enfoque econômico-financeiro, 6. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

AUPPERLE, Kenneth E.; CARROL, Archie B. e 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.

BORBA, Paulo da Rocha Teixeira. **Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil**. 2005. 127f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaApresentacaoP.a.sp?Indice=ISE>>. Acesso em: 28 jul. 2007.

BRASIL 2007. **IPEADATA**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb/dl/ipeadata?193821593>> Acesso em: 22 mar. 2008.

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

_____. The Pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. **Business Horizons**. v. 34, n. 4, p. 39-48, jul. /aug. 1991.

_____. Corporate social responsibility. **Business and Society**. v. 8, n.3, p. 268-295, sep. 1999.

COCHRAN, Philip L.; WOOD, Robert A. Corporate social responsibility and financial performance. **Academy of Management Journal**, v. 27, n.1, p. 42-56, mar. 1984.

CESAR, J. F.; SILVA JUNIOR, A. A relação entre a responsabilidade social e ambiental com o desempenho financeiro: um estudo empírico na Bovespa no período de 1999 a 2006. In: II CONGRESSO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIR. 2008, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPCONT, 2008.

DALMÁCIO, F. Z.; LOUZADA, L. C.; SANTANNA, D. P.; TEIXEIRA, A. J. C. Relação entre a teoria da estratégia do posicionamento e parâmetros das demonstrações contábeis: uma aplicação no mercado brasileiro. In: Anais do 5º CONGRESSO USP. 2005, São Paulo (SP). 2005.

D'ARCIMOLES, Charles-Henri e TREBUCQ, Stéphane, **The Corporate Social Performance – Financial Performance Link: Evidence from France**. Univ. of Bordeaux Dept. of Int'l Acc'tg Working Paper No. 02-01. Mar. 2002. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=306599>>. Acesso em: 23 jun. 2007.

ETHOS. **Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social**. <<http://www.ethos.org.br/DesktopDefault.aspx?TabID=3334&Alias=Ethos&Lang=pt-BR.>>. Acesso em: 28 jul. 2007.

FARIAS, Kelly Teixeira Rodrigues. **A relação entre divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto: uma pesquisa utilizando equações simultâneas**. 2008. 193 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Riberão Preto da Universidade de São Paulo, Riberão Preto, 2008.

FREEMAN, R. Edward. The politics of stakeholders theory: some future directions. **Business Ethics Quarterly**. v. 4, n.4, p. 409-422, Out. 1984.

FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **The New York Times Magazine**. September 13, 1970.

GREENE, William H. **Econometric analysis**. Rio de Janeiro: Prentice-Hall. 1997.

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

GUPTA, N. Some alternative definitions of size. **The academy of management journal**, Vol 23, Nº 4, p. 759-766, 1980. Disponível em: <<http://www.jstor.org/journals/aom.html>> Acesso em: 09 jun. 2006.

HALL, B. H. The relationship between firm size and firm growth in the U.S. manufacturing sector. **The Journal of Industrial Economics**. Vol . 35, Nº 4, p. 583-606, 1987. Disponível em: <<http://www.jstor.org/journals/aom.html>> Acesso em: 09 jun. 2006.

IBASE. **Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas**. Disponível em: <<http://www.ibase.org.br/>>. Acesso em: 28 jul. 2007.

INSTITUTO AKATU. Pesquisa 2005. **Percepção do Consumidor Brasileiro: Responsabilidade Social das Empresas**. (Textos de Fabián Echegaray, Leonardo Queiroz Athias, Helio Mattar, Aron Belinky). São Paulo: Instituto Akatu, 2005. Disponível em: <http://www.akatu.net/akatu_acao/publicacoes/responsabilidade-social-empresarial>. Acesso em: 04 ago. 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

JENSEN, Michael. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**. New York, v. 14, n. 3, p. 8-21, Outono 2001.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics** V. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KALECKI, M. On the Gibrat distribution. **Econometrica**, Vol. 13, Nº 2, p. 161-170, 1945. Disponível em: <<http://www.jstor.org/journals/aom.html>> Acesso em: 09 jun. 2006.

LOPES, Alexsandro Broedel Lopes. **Aspectos Fundamentais da Linha de Pesquisa em Administração Estratégica do Mestrado Profissionalizante em Ciências Contábeis da FUCAPE**. Trabalho preparado para aula inaugural da linha de administração estratégica do Mestrado Profissionalizante em Ciências Contábeis da Fundação Instituto capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE. Vitória, 2004.

MAHONEY, Lois e ROBERTS, Robin. Corporate Social and Environmental Performance and Their Relation to Financial Performance and Institutional Ownership: Empirical Evidence on Canadian Firms. **Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting**. 2004.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed.. São Paulo: Atlas, 2000.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços**: abordagem básica e gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.

MCGUIRE, Jean B.; SUNDGREN, Alison; SCHNEEWEIS, Thomas. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. **The Academy of Management Journal**, v. 31, n 4 (Dec., 1988), pp. 854-872 , 1988.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas. 2000.

MYERS, S. C.. *The capital scrtuture Puzzle*. *The Journal of Finance*, vol. 39, n 3, p.575-592, 1984.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. v. 48, n.3, p. 261-297, Jun. 1958.

MOSKOWITZ, Milton. Choosing Socially Responsible Stocks. *Business and Society*, Spring 1972, p.71-75

NOSSA, Valcemiro, CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Uma análise do conteúdo do disclosure ambiental de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional. In: XXVII ENANPAD, 2003, Atibaia. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2003. 1, CD-ROM.

PORTER, M. E. **Estratégia competitiva**: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1991.

SANT'ANNA, Dimitri Pinheiro de. **A Relevância das informações contábeis na Bovespa**: avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth. 2004. 149 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

SARLO NETO, Alfredo. SARLO NETO, Alfredo. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis**: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro. 2004. 243 f. Dissertação (Mestrado em Ciências

Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

SCHROEDER, J. T. et al. **O Custo de Capital como Taxa Mínima de Atratividade na Avaliação de Projetos de Investimentos**. *Revista de Gestão Industrial*. v. 01, n. 02, p. 036-045, 2005.

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

SUTTON, John. Gibrat`s Legacy. **Journal of economic Literature**. Vol 35, Nº 1, p. 40-59, 1997. Disponível em: <<http://www.jstor.org/journals/aom.html>> Acesso em: 09 jun. 2006.

THEÓPHILO, Carlos Renato e IUDÍCIBUS, Sérgio de. Uma Análise Crítico-Epistemológica da Produção Científica em Contabilidade no Brasil. In: XXIX ENANPAD, 2005, Brasília. *Anais...* São Paulo: ANPAD, 2005. 1, CD-ROM.

ULLMANN, Arieh. Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U. S. Firms. **The Academy of Management Review**. v. 10, n. 3., p. 540-557, Jul. 1985.

VANCE, S.C. Are Socially responsible corporations good investment risks? **Management Review**, 64 (8), p. 19-24, 1975.

WADDOCK, Sandra A.; GRAVES, Samuel B. The corporate social performance-financial performance link. **Strategic Management Journal**. v. 18, n. 4, p. 303 – 319, 1997.

WOOD, D. Corporate social performance revisited. **Academy of Management Review**. v. 16, n. 4, p. 691-718, 1991.

WOOD, D. J.; JONES R. E. Research incorporate social performance: what have we learned?. In: BURLINGAME, D. F.; YOUNG, D. R. (Eds). **Corporate philanthropy at the crossroads**. Bloomington, Indiana: University Press, 1996.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. (Tradução de Rogério César de Souza e José Antônio Ferreira.). **Introdução a Economia**: Uma abordagem moderna. São Paulo: Thomson, 2006.

