

Investimentos em Responsabilidade Social Empresarial Criam Valor para as Empresas? Um Estudo das Companhias de Capital Aberto no Brasil

AUTORES

DENISE CARNEIRO DOS REIS BERNARDO

Universidade Federal de Lavras
denisecarneiroprof@yahoo.com.br

GABRIEL RODRIGO GOMES PESSANHA

Universidade Federal de Lavras
gabrielrgp@yahoo.com.br

SABRINA SOARES DA SILVA

Universidade Federal de Lavras
sabrinasosil@yahoo.com.br

REBECA CONTRERA ÁVILA

Faculdades Integradas Adventistas de Minas Gerais - FADMINAS
rebecacontrera@yahoo.com.br

RESUMO

Uma das questões mais discutidas sobre investimentos em responsabilidade social no meio acadêmico internacional é se eles podem ou não refletir nos resultados apresentados pelas empresas. Assim, o propósito deste trabalho foi verificar se os investimentos em responsabilidade social empresarial criam valor para as empresas. Para tanto, foram analisados os investimentos em responsabilidade social corporativa dos setores de serviços/energia elétrica, siderurgia e finanças/holding e sua relação com o EVA (*Economic Value Added*). Sendo assim, utilizou-se de técnicas estatísticas para avaliar e mensurar a existência de relação entre as variáveis incluídas no modelo. A partir da análise dos resultados pode-se observar que os investimentos em responsabilidade social – sejam eles em âmbito interno, externo ou ambiental – exercem uma significativa influência na criação de valor das empresas podendo, ainda, destacar que os investimentos em meio ambiente apresentaram uma relação direta e mais que proporcional à criação de valor. A pesquisa realiza uma análise prática envolvendo as ações sociais e o seu retorno para as atividades empresariais, contribuindo para a discussão sobre a responsabilidade social dos *stockholders* e dos *stakeholders*.

ABSTRACT

One of the main subjects in discussion nowadays is the social responsibility in the international academic environment is if they can or not reflect about the results presented by the companies. In this study we aimed to verify if the investments in business social responsibility adds value to companies. We analyzed the social responsibility investments of electrical energy, siderurgy and finance/holding sectors and their relationship with EVA (*Economic Value Added*). Thus, we used statistical techniques to evaluate and quantify the relation among the variables included in the model. The results showed that the social responsibility investments internal, external or environmental – have significant influence in adding value to companies and in addition to it, we observed that the environmental investments had a direct relation and more than proportional to add value. The research makes a practical analyzes including social actions and its returns to the business activities,

contributing to the discussions concerning *stockholders* and *stakeholders* social responsibilities.

Palavras-chave: responsabilidade social, valor econômico adicionado, modelo econométrico.

1. INTRODUÇÃO

Uma das questões mais discutidas sobre investimentos em responsabilidade social no meio acadêmico internacional é se eles podem ou não refletir nos resultados apresentados pelas empresas. Alguns autores defendem que uma boa avaliação de responsabilidade social corporativa leva à melhora nas vendas, na reputação da organização e à redução da probabilidade de boicotes decorrentes de diversos fatores. Por outro lado, há correntes teóricas que acreditam que esse não é o papel das organizações, cujos administradores devem se preocupar, primordialmente com a geração de valor ao acionista.

Embora algumas pesquisas indiquem que os consumidores buscam premiar as empresas socialmente responsáveis, a controvérsia nas pesquisas envolvendo esse problema torna esse tema recorrente e relevante. A partir dessas divergências, uma das questões que pode ser levantada é se os investimentos empresariais em responsabilidade social podem criar valor aos seus acionistas.

Apesar disso, a criação de valor empresarial vem sendo ligada, basicamente, às atividades operacionais, de investimento e de financiamento. Ou seja, a combinação eficiente entre as atividades empresariais operacionais, suas opções de financiamento – quanto à fonte, prazos e valores – e as decisões de seleção de investimentos seria a premissa básica para gerar valor. Não se relaciona, assim, a criação de valor à investimentos em responsabilidade social.

Porém, assim como os ativos intangíveis vêm sendo associados à criação de valor, também investimentos sociais, em diversas perspectivas, podem ser relacionados à geração de valor ao acionista.

Dessa forma, uma questão interessante a se estudar seria a existência de criação de valor para os acionistas a partir de investimentos em responsabilidade social voltados tanto para os *stakeholders* como para os *stockholders* e para a preservação do meio ambiente.

2. PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVOS

Este estudo teve como objetivo demonstrar se os investimentos em responsabilidade social criam valor para os acionistas, adotando-se como métrica o EVA[®], *Economic Value Added*. Para tanto, dividiu-se os investimentos sociais em três grandes grupos (investimento interno, investimento externo e investimento ambiental) de acordo com a classificação proposta pelo Instituto Brasileiro de Análise Sociais e Econômicas (Ibase).

3. REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 Responsabilidade Social Empresarial

O crescimento da demanda por avaliações de responsabilidade social corporativa resultou no aumento de índices que avaliam a responsabilidade social corporativa, destinados tanto para investidores, como para consumidores. Estas avaliações ganharam tanta importância que muitas companhias grandes designam especialistas para monitorar e comunicar seu desempenho social (Márquez, 2005). Empresas multinacionais aderem a protocolos recomendados pelo *Global Reporting*, um consórcio mundial de empresas defensoras de iniciativas de responsabilidade social e sustentabilidade, divulgando essas ações em relatórios anuais (Henderson, 2005) e integram o *Dow Jones Sustainable Index*.

Uma boa avaliação de responsabilidade social corporativa vem sendo ligada à melhora nas vendas, na reputação da organização e à redução da probabilidade de boicotes que ocorrem quando consumidores, organizações não governamentais (ONGs), investidores ou

empregados mobilizam-se contra a companhia (Márquez, 2005; Gardberg et al., 2002). Assim, a reputação é um valioso ativo intangível, porém, o tamanho desse efeito ainda é desconhecido (Fombrun, 2001, Stainer, 2002).

A propósito, os seguidores da corrente dos *stakeholders-stockholders* (acionistas ou cotistas majoritários e minoritários), funcionários, fornecedores, clientes, consumidores, investidores, comunidades, governos, ou seja, grupos que interagem com a empresa, pregam que os gestores têm a atribuição ética de respeitar os direitos e promover o bem entre todos os atores sociais afetados pela organização (Henderson, 2005)

Já outros autores defendem a visão dos *stockholders* em contraposição à dos *stakeholders*. O argumento contrário é o de que outras instituições, como governo, sindicatos, igrejas e organizações civis existem para realizar o tipo de função requerida pela responsabilidade social. Outro ponto é que os gestores de empresas de mercado não possuem habilidades e/ou tempo para implementar ações de cunho público. Esse argumento é fortemente apoiado na premissa do auto-interesse, de acordo com o qual a resultante para a sociedade seria melhor se as empresas se concentrassem na sua função-objetivo de gerar tanto lucro quanto possível, o que seria desejável em numa economia de mercado livre e aberta.

Esta perspectiva mantém que os administradores não têm outro direito que não seja o de aumentar o valor para o acionista, como se as práticas de responsabilidade social diminuíssem a rentabilidade. Porém, ainda não há consenso sobre a ligação ou não das práticas de responsabilidade social com o aumento da rentabilidade da empresa.

Quazi e O'Brien (2000) propuseram um modelo de duas dimensões, representado pela Figura 1, para demonstrar as abordagens existentes da responsabilidade social.

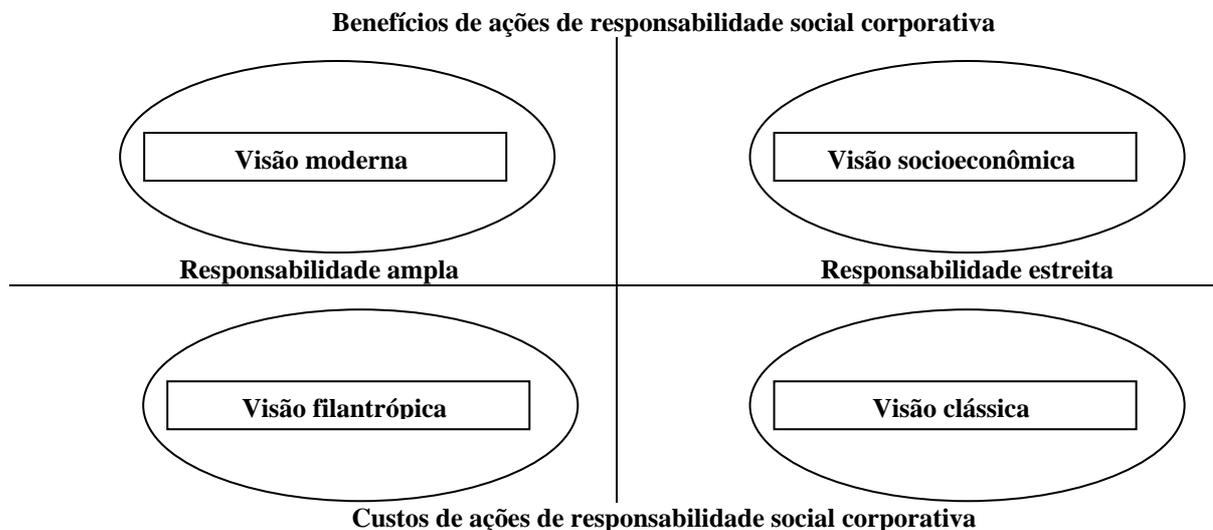


Figura 1 Modelo bidimensional de responsabilidade social corporativa

Fonte: Quazi & O'Brien (2000).

Neste modelo, os autores distinguem duas vertentes da responsabilidade social: a responsabilidade ampla, que compreende as atividades de negócios que vão além das responsabilidades clássicas econômicas da empresa; e a responsabilidade estreita, segundo a qual a função-objetivo da empresa é basicamente a maximização do valor para o acionista e é isto que a empresa deve se ater.

A responsabilidade ampla se desdobra em dois tipos de visão: a que o autor denomina moderna, que seria aquela que acredita que, a longo prazo, as ações de responsabilidade social trazem benefícios para a empresa, e a visão filantrópica, que defende as ações de responsabilidade social, mesmo que elas não tragam retornos para a empresa. Em síntese, a

responsabilidade que o autor denomina ampla está em sintonia com a visão dos defensores das ações de responsabilidade social.

A responsabilidade estreita se desdobra também em duas visões. A primeira é a visão socioeconômica, que considera que a função-objetivo da empresa é a maximização do valor para o acionista, mas que as ações de responsabilidade social podem ajudar nesta geração de valor. A segunda, a visão clássica, defende que as ações de responsabilidade social não geram valor para a empresa e não devem ser adotadas.

Deve-se notar que a convergência a favor da responsabilidade social se dá entre as visões chamadas moderna e socioeconômica, segundo as quais, as ações de responsabilidade social estariam gerando valor para a empresa. Na visão desses autores, existiria um nível de investimento em responsabilidade social corporativa que maximizaria os lucros, ao mesmo tempo em que estaria satisfazendo as demandas por atividades de responsabilidade social dos múltiplos *stakeholders*. O nível ideal de investimentos em responsabilidade social seria determinado por uma análise de custo-benefício (McWilliams e Siegel, 2001).

Dessa forma, a maximização da riqueza do acionista define um comportamento relacionado com o aumento do bem-estar da sociedade. Ações administrativas que aumentam a riqueza do acionista, e também da sociedade, tornam-se um benefício como um todo e, então, podem ser consideradas ou vistas como um comportamento ético (Dufrene et al., 1996, Stainer, 2002; Bernardo, 2005; Henderson, 2005).

Diversos estudos identificaram uma relação entre responsabilidade social corporativa e performance financeira positiva. Freeman (1997) concluiu que o mercado reagiu negativamente a empresas que cometeram atos socialmente irresponsáveis ou ilegais, evidenciando a ligação de responsabilidade social corporativa e performance financeira positiva (Simpson et al., 2002).

Em contrapartida, McWilliams e Siegel (2000) concluíram, em seus estudos, que pode não haver uma ligação entre responsabilidade social corporativa e performance financeira (Simpson et al., 2002). As diferenças de desempenho observadas em empresas que possuem e não possuem ações de responsabilidade social não são estatisticamente significantes (Orlitzky et al., 2003; Diltz, 1995; Sauer, 1997; Bauer et al., 2002, citados por Velde et al., 2005). Entretanto, este resultado pode ser conseqüência do horizonte de tempo relativamente curto usado nos estudos, devido ao fato da análise de práticas de responsabilidade social ser um fenômeno relativamente novo. Assim, a relação entre desempenho social e rentabilidade positiva pode ser o resultado de um horizonte de tempo mais longo (Simpson et al., 2002; Velde et al., 2005).

Entretanto, Borger (2001, p. 8) afirma que, “*a responsabilidade social é uma variável importante na estratégia competitiva da empresa*”. A mesma autora complementa, esclarecendo que, embora os estudos realizados envolvendo a relação entre o desempenho social das empresas e seu desempenho financeiro possam ter resultados divergentes – devido à variedade de metodologias e parâmetros adotados, falta de rigor, por exemplo – também demonstraram que a responsabilidade social empresarial não representa uma restrição à maximização dos lucros. Embora a sua obrigação seja a obtenção de lucros, as empresas podem, ao mesmo tempo, contribuir para o cumprimento dos objetivos sociais e ambientais, os quais devem ser considerados como investimentos.

Um estudo desenvolvido no Centro de Estudos em Administração do Terceiro Setor (CEATS/USP) por Fischer e Falconer em 2002, intitulado “Voluntariado Empresarial - Estratégias de Empresas no Brasil”, investigou a seguinte questão: “*Por que as empresas voltadas para o mercado, criadas com a finalidade de produzir e comercializar produtos e serviços e, sobretudo, de gerar lucro, investem em projetos sociais e desenvolvem programas de voluntariado?*”. Os resultados demonstraram que mais da maioria dos entrevistados consideram que o voluntariado empresarial melhora a imagem institucional da empresa além

do fato de um programa de voluntariado custar menos à empresa do que ela realmente gasta. Outra conclusão é que o voluntariado é um poderoso recurso para melhorar a relação da empresa com a comunidade, além de diminuir a rotatividade dos funcionários e propiciar o desenvolvimento de conhecimentos, técnicas e habilidades entre os funcionários, aumentando, assim, a motivação e a produtividade. As empresas estão percebendo que criar esse ambiente agrega valor ao que fazem em seu próprio negócio. Enfim, os resultados demonstraram que o voluntariado empresarial realmente traz bons resultados (Fischer e Falconer, [s.d.]).

Aliás, o número de empresas européias que promovem estratégias de responsabilidade social como reação a diversas pressões de natureza ambiental e econômica é cada vez maior. A Comissão das Comunidades Européias elaborou, em 2001 o “Livro Verde” sobre responsabilidade social com o intuito de promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas. De acordo com esse material, apesar do conceito de responsabilidade social ser promovido, em grande parte, pelas grandes empresas, as práticas sociais existem em todos os tipos de empresas públicas e privadas, incluindo as pequenas e médias empresas bem como as cooperativas. Outro ponto bastante focado neste mesmo livro é o desenvolvimento econômico sustentável, bem como a proteção ambiental. Novamente, são levantados como motivos que contribuem para a responsabilidade social pelas empresas, as novas preocupações e expectativas dos cidadãos, autoridades públicas e investidores, critérios sociais que possuem uma influência crescente sobre as decisões dos consumidores, as preocupações acerca dos danos provocados no meio ambiente pelas atividades empresariais, e a divulgação das atividades empresariais pela mídia, podendo, assim, resultar em desempenho, crescimento e capacidade de gerar lucros superiores.

3.2 EVA (*Economic Value Added*)

A maximização da riqueza dos acionistas é o objetivo maior de toda empresa e, conseqüentemente, também de seus administradores (Brigham et al, 2001; Gitman, 2004; Helfert, 2000). Porém, a maximizar a riqueza do acionista não é sinônimo de maximizar o valor total da empresa, mas sim de maximizar a diferença entre o valor da empresa e o capital que os acionistas nela investiram em determinado período.

Essa diferença é fundamental para assegurar o sucesso empresarial, tornando a adequada remuneração do acionista, que deve ser superior à remuneração mínima requerida por ele, condição fundamental para atrair novos investimentos. Assim, atrair novos investimentos torna-se um objetivo importante, mas que depende, diretamente, da criação de valor para os investidores.

Dentre as diversas métricas para se mensurar a criação de valor, destaca-se o EVA[®], *Economic Value Added*, ou Valor Econômico Adicionado, que foi desenvolvido e patenteadado pela consultoria Stern Stewart & Co., buscando superar as avaliações de performance econômico-financeira tradicionais, que levam em conta apenas o custo mais visível de capital, pela inclusão em seu cálculo de custo do capital próprio. Esse é um importante diferencial, já que esta metodologia não trata, segundo Gitman (2004), os recursos dos acionistas como se fossem gratuitos.

A métrica do EVA[®] se baseia, fundamentalmente, na idéia de lucro econômico, que considera, segundo Young e O’Byrne (2003), que a riqueza é criada somente quando todos os custos operacionais e custos de capital são cobertos. Esta é uma idéia bastante antiga, porém, só se popularizou no meio empresarial com a metodologia do EVA[®], que hoje é tida como um indicativo de que as empresas que a utilizam estão voltadas para criação de valor (Jancso, 2002). O valor é gerado, segundo Helfert (2000), quando são superadas as expectativas dos investidores e há a manutenção de fluxos de caixa positivos, o que só é conseguido quando as decisões empresariais são acertadas.

O sucesso da operação, do desempenho e da viabilidade a longo prazo de qualquer negócio, depende de um processo contínuo de decisões individuais ou coletivas tomadas pela equipe gerencial. Cada uma dessas decisões é responsável por causar um impacto econômico, para melhor ou para pior no negócio. Em essência, o processo de administrar qualquer empreendimento recai na elaboração de uma série contínua de decisões econômicas. E, essas decisões, por seu turno, acionam movimentos específicos dos recursos financeiros que dão suporte ao negócio (Helfert, 2000).

Assim, o mesmo autor afirma que algumas decisões são essenciais para a sobrevivência do negócio, sendo que em todas essas decisões encontra-se presente o conceito básico de compensações econômicas, ou seja, antes de cada decisão, o gerente deve apurar a relação entre custos e benefícios monetários.

Neste contexto, o efeito combinado de todas as compensações e decisões influencia, em última instância, influencia o desempenho e o valor do negócio, que são julgados periodicamente por meio de demonstrações financeiras ou com a ajuda de análises econômicas especiais. Por meio da Figura 2 é possível observar que as decisões gerenciais podem ser agrupadas em três áreas básicas.

Com isso, Helfert (2000) condiciona a criação de valor, ou seja, a geração de um EVA positivo, a uma administração eficaz das três áreas básicas de decisão financeira da empresa. Assaf Neto (1999) concorda e expõe que o sucesso da criação de EVA envolve a implementação de uma combinação destas estratégias financeiras. Neste contexto, é possível observar, através da Figura 3, que os elementos que compõem o cálculo do EVA – lucro operacional após tributação, custo de capital e capital investido – possuem uma estreita relação com as estratégias financeiras de operações, financiamento e investimento respectivamente.

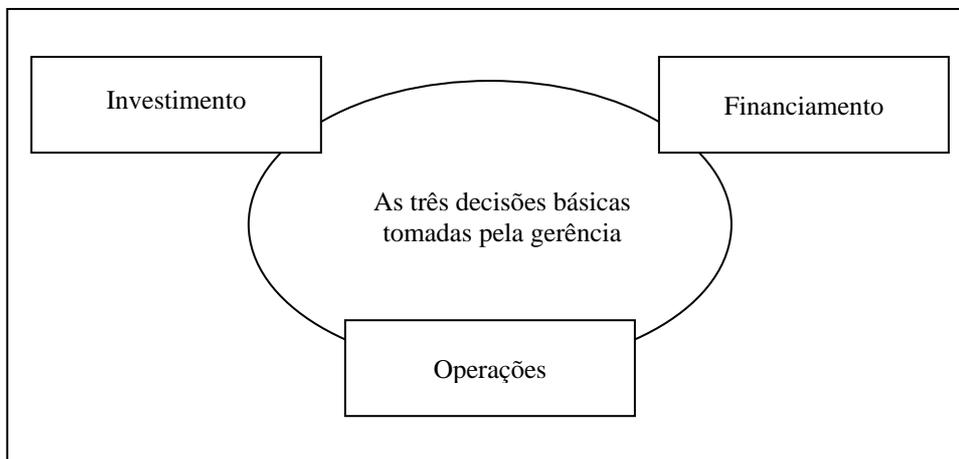


Figura 2 As três decisões empresariais básicas
Fonte: Helfert (2000).

Assim sendo, obter compensações econômicas bem sucedidas nessas decisões é fundamental para dirigir o processo de geração de valor. Essa compensação deve ser administrada de forma coerente para alcançar um sucesso duradouro em vez de lucros ocasionais de curto prazo impossíveis de serem mantidos.

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{\text{capital investido}} - WACC \right) \times \text{capital investido}$$

Arrows pointing down from the terms in the equation: NOPAT, capital investido (in the denominator), WACC, and capital investido (in the multiplier).

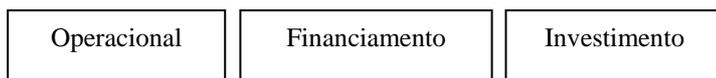


Figura 3 Os pilares do EVA
Fonte: Paiva (2003, p.26)

4. METODOLOGIA

4.1 Tipo de pesquisa, amostra e coleta de dados

Quanto à concepção metodológica, o presente estudo utilizou o método quantitativo. A escolha desse método deu-se em função do universo de empresas a ser pesquisado. Os processos estatísticos permitem obter, de conjuntos complexos, representações simples e constatar se essas verificações simplificadas têm relações entre si. Assim, o método estatístico significa redução de fenômenos sociológicos, políticos, econômicos, dentre outros, a termos quantitativos e a manipulação estatística, que permite comprovar as relações de fenômenos entre si, e obter generalizações sobre sua natureza, ocorrência ou significado. O papel do método estatístico é, antes de tudo, fornecer uma descrição quantitativa da sociedade, considerada como um todo organizado (Marconi & Lakatos, 2005).

A pesquisa realizada pode ser classificada, quanto aos seus fins, como descritiva-conclusiva. Esse tipo de pesquisa permite descrever as características quantitativas das informações evidenciadas nos balanços sociais das empresas em estudo, bem como, pelo fato do processo de pesquisa ser formal e estruturado e a amostra ser representativa, empregar-se a análise quantitativa dos dados procurando verificar o grau de associação das variáveis e gerar informações para a tomada de decisão (Malhotra, 2001).

A pesquisa bibliográfica, ou de fontes secundárias externas, teve como principais fontes as publicações em livros, teses, monografias, publicações avulsas e internet, utilizadas, no momento inicial, para identificar a relevância da pesquisa e os trabalhos publicados sobre o tema (Malhotra, 2001). A pesquisa documental utilizada foi de fonte principal contemporânea e teve como principais tipos de documentos: escritos oficiais, parlamentares, estatísticos e publicações administrativas.

Embora a verificação se investimentos em responsabilidade social cria valor para a empresa pudesse partir da utilização, na amostra, de empresas investem e empresas que não investem em responsabilidade social, optou-se por selecionar somente aquelas que efetivamente fazem esses investimentos. Essa escolha foi feita porque não se pretendia comparar as empresas que investem e não investem em responsabilidade social, mas sim demonstrar, entre as que investem em responsabilidade social, se esses investimentos, classificados em internos, externos e ambientais influenciam na criação de valor, e em que proporção.

Além disso, foram selecionadas apenas empresas de capital aberto – pois disponibilizam seus demonstrativos contábeis – que publicam seus Balanços Sociais de acordo com o modelo do Ibase. A utilização do modelo do Ibase foi importante por padronizar o relato dos investimentos sociais, o que facilita a coleta de dados e evita problemas como duplicação de dados ou a classificação incorreta do investimento, nas variáveis utilizadas na análise.

A maioria das empresas pesquisadas é de capital privado nacional, tendo sido privatizadas na década de 1990. Em seguida, têm-se as estatais, nacionais holding, estrangeiras e as estatais holding, respectivamente. A empresa mais antiga pesquisada está no mercado desde 1808 e a mais nova, desde o ano de 2001. Observou-se também que os três setores que mais se destacaram foram as empresas prestadoras de serviços de energia elétrica, a indústria no ramo da metalurgia e o setor de finanças/holding, respectivamente.

Foram analisados todos os demonstrativos disponibilizados no banco de dados do Instituto Brasileiro de Análise Sociais e Econômicas (Ibase) entre no período de 2000 a 2003 bem como os demonstrativos financeiros dessas empresas disponibilizados no banco de dados Econômica.

4.2 Análise de regressão múltipla

Para analisar a influências dos investimentos em responsabilidade social na criação ou destruição de valor na empresa, representada pelo EVA, foi realizada uma regressão múltipla. Nessa análise, utilizou-se, como variável dependente, o EVA e, como variáveis explicativas os três grupos básicos, sugeridos pelo modelo de Balanço Social do Ibase, de investimentos em responsabilidade social: o interno, o externo e o ambiental.

O modelo econométricos utilizado nessa análise pode ser representado da seguinte forma:

$$EVA = \alpha + \beta_I X_I + \beta_E X_E + \beta_A X_A + \varepsilon$$

Onde:

EVA = o valor do EVA das empresas;

α = intercepto;

β_I = coeficiente da variável independente investimento em responsabilidade social interno;

X_I = valores dos investimentos em responsabilidade social interno;

β_E = coeficiente da variável independente investimento em responsabilidade social externo;

X_E = valores dos investimentos em responsabilidade social interno;

β_A = coeficiente da variável independente investimento em responsabilidade social interno;

X_A = valores dos investimentos em responsabilidade social interno;

e = erro aleatório.

Na realização das regressões, o método de seleção de variáveis para o modelo utilizado foi o *enter*, devido ao interesse de que todas as variáveis entrassem no modelo, para que se pudesse verificar a significância de cada uma delas, assim como o sinal do coeficiente, que indica a influência da variável para a criação ou para a destruição de valor.

Para análise dos dados, utilizou-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários, que permite obter estimativas lineares não tendenciosas e de variância mínima para os parâmetros da equação de regressão. Para tanto, é necessário que os erros aleatórios da equação tenham distribuição normal com média zero e variância constante. Os dados foram processados utilizando o software SPSS.

Para testar a hipótese de que as variáveis independentes em conjunto sejam relevantes para explicar variações na produção de soja foi analisado o teste estatístico “F”, de Snedocor. Para avaliar se as estimativas dos coeficientes de regressão eram diferentes de zero, estatisticamente, foi analisado o teste “t”, de Student. E para estimar quanto a variável independente influencia a dependente foram analisados os coeficientes de determinação “R²” e “R²_{adj}”.

Foi observado também o coeficiente de correlação simples entre as variáveis independentes, com o intuito de avaliar o grau de associação entre as variáveis e a existência ou não de multicolinearidade. A hipótese de auto-correlação serial nos resíduos foi testada através do teste de Durbin-Watson, d' .

5. ANÁLISES E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As variáveis utilizadas na análise tiveram, para a estatística descritiva realizadas, os valores dispostos no Quadro 1. Neste quadro também estão dispostos os coeficientes de correlação de Pearson.

Quadro 1 Estatística descritiva das variáveis e Coeficientes de Correlação de Pearson

Variáveis	N	Média	Desvio-padrão	VIF	Coeficiente de Correlação de Pearson			
					EVA	Interno	Externo	Ambiental
EVA	232	-18.277,88	1.236.168	-	1,00	0,18	-0,10	0,19
Interno	232	240.361,90	487.092	1,24	0,18	1,00	0,44	0,10
Externo	232	598,427,52	809.329	1,25	-0,10	0,44	1,00	0,13
Ambiental	232	9.838,46	21.539	1,02	0,19	0,10	0,13	1,00

Fonte: dados do estudo.

Os resultados dos coeficientes da correlação de Pearson realizada foram relativamente baixos entre as variáveis independentes, indicando a ausência de multicolinearidade. Os valores da *variance inflator factors* (VIF), que devem ser inferiores a 10, também foram reduzidos, o que indica um bom ajuste das variáveis no modelo de regressão linear múltipla. O modelo obtido é o seguinte:

$$EVA = -68.242,45 + 0,718X_I - 0,398X_E + 11,729X_A$$

O poder explicativo deste modelo foi relativamente baixo, conforme Quadro 2. Apenas 12,2% das variações no EVA das empresas analisados podem ser explicadas pelos investimentos em responsabilidade social, o que pode ser melhorado com a inclusão de outras variáveis no modelo. O teste “F” indicou que o modelo é significativo a 1%. A estatística Durbin-Watson apresentou o valor de 1,97, representa que não há correlação serial nos resíduos, ao nível de 1% de significância.

Quadro 2 Estimativa da Equação de criação de valor

Variáveis explicativas	Coefficientes	Teste “T”	Significância
Interseção	-68.242,45	-0,682	0,49
Investimento Interno	0,718	4,087	0,00
Investimento Externo	-0,398	-3,748	0,00
Investimento Ambiental	11,729	3,260	0,01
R = 0,350	R ² = 0,122	R ² _{Ai} = 0,111	
F = 10,581	Significância de F = 0,00	Durbin-Watson = 1,97	

Fonte: dados do estudo.

Quanto às variáveis incluídas no modelo, todas possuem nível de significância de 1%. Apenas a interseção não se mostrou significativa. O coeficiente da variável investimento interno indicou que um incremento dos investimentos em responsabilidade social internamente favorece a criação de valor pela empresa, ou seja, leva a um aumento do EVA.

Já o coeficiente da variável investimento externo indicou uma relação inversa com a criação de valor na empresa. Assim, ele indicou que aumentar os investimentos em responsabilidade social externa leva a uma redução do valor da empresa, sendo que, dessa forma, haverá destruição de valor.

Quanto ao investimento ambiental, a análise indicou que ele é o que mais fortemente influencia na criação de valor, devido ao valor de seu coeficiente. O sinal positivo indica que um aumento do investimento em responsabilidade social ambiental irá levar à criação de valor pela empresa, ou seja, gera um aumento no valor de seu EVA.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Tendo como base a discussão teórica do assunto, a pesquisa realizou uma análise prática envolvendo as ações sociais e o seu retorno para as atividades empresariais, contribuindo para a discussão sobre a responsabilidade social dos *stockholders* e dos *stakeholders*. Sendo assim, o presente trabalho buscou verificar empiricamente as relações existentes entre os investimentos, sociais internos, externos e ambientais com o EVA.

Apesar da expectativa inicial de que o investimento em responsabilidade social não tivesse influência sobre a criação de valor para os acionistas, visto que supunha-se que apenas decisões ligadas às estratégias financeiras da empresas fossem impactar nessa variável, os resultados não indicaram isso. Apesar de o modelo estar relativamente mal especificado, o que é indicado pelo baixo R^2 apresentado, ainda assim a regressão realizada indicou que as variáveis possuem um certo grau de explicação da criação de valor, devido ao nível de significância (1%).

Embora o modelo ajustado tenha apresentado um baixo poder de explicação os resultados do trabalho demonstraram, ele apresentou um elevado grau de significância, através do qual pode-se comprovar a significância estatística de todas as variáveis incluídas e do coeficiente de ajustamento (R^2). Revelou que os investimentos sociais internos e ambientais apresentam uma relação direta com a criação de valor, indicando que quanto maior os investimentos maiores serão os valores criados para as empresas e seus acionistas.

É importante ressaltar, porém que os investimentos sociais externos demonstraram uma relação inversa com a geração de valor para os acionistas, revelando que a levação nos investimentos nesta categoria destroem o valor da empresa.

Sendo assim, pode-se concluir, com base nas estatísticas utilizadas que os investimentos em Responsabilidade Social Empresarial, mais especificamente, aqueles investimentos de caráter interno e ambiental, criam valor para as empresas e seus acionistas.

Assim, pode-se constatar que embora as variáveis utilizadas no modelo não tenham muito poder de explicação sobre a variável dependente, todas elas foram altamente significativas e contrariam a expectativa inicial de que elas não influenciariam na criação de valor. Ou seja, apesar de mais de 80% das variações não terem sido explicadas pelo modelo, o que o torna pouco aplicável, estudos futuros, incluindo outras variáveis, não associadas exclusivamente à responsabilidade social empresarial, podem apresentar resultados satisfatórios.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **A contabilidade e a gestão baseada no valor. texto para discussão.** Ribeirão Preto: FEA/USP, 1999. 15p. (Texto para Discussão. Série Contabilidade).

BALANÇO SOCIAL. Disponível em: <<http://www.balancosocial.rog.br>>. Acesso em: 15/02/05.

BORGER, Fernanda Gabriela. Responsabilidade Social: Efeitos da Atuação Social na Dinâmica Empresarial. Tese de Doutorado. São Paulo: FEA/USP, 2001.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática.** São Paulo: Atlas, 2001)

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15/02/05.

DUFRENE Uric; WONG., Alan. **Stakeholders versus stockholders and financial ethics: Ethics to whom?** *Managerial Finance*; Vol.22, 4Num.; pg. 1, 10 pgs 1996 ABI/INFORM Global

FISCHER, Rosa Maria; FALCONER, Andrés Pablo. **Voluntariado Empresarial – Estratégias de Empresas no Brasil.** Centro de Estudos em Administração do Terceiro Setor – CEATS/USP. São Paulo, 1999. Disponível em: www.ceats.org.br . Acesso em: 31/06/05.

FOMBRUN, Charles et. al. **Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk.** *Business and Society Review*, Malden, MA: Blackwell Publishers, 105: 1p. 85-106, 2000.

GARDBERG, Naomi A ; Fombrun, Charles J . **For better or worse - the most visible American corporate reputations.** *Corporate Reputation Review*. Londres: Inverno 2002.Vol.4, 4Num.; pg. 385, 7 pgs

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira.** 10 ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

HELPERT, E. A. **Técnicas de análise financeira – um guia prático para medir o desempenho dos negócios.** 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

HENDERSON, Hazel . **Socially Responsible Practices Have Businesses Seeing Green.** *Journal of Financial Planning*. Denver: 2005 de agosto.Vol.18, 8Num.; pg. 16, 1 pgs

JANCSON, P. Medidas de criação de valor e retorno para o acionista. **Relações com investidores**, n. 58, p. 10-11, dez. 2002.

MALHOTA, N. K. **Pesquisa de Marketing: uma Orientação Aplicada.** Trad. Nivaldo Montingelli Jr. E Alfredo Alves de Farias. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia Científica.** 4 ed. São Paulo: Atlas.

MÁRQUEZ, Antonio , Fombrun, Charles J . **Measuring Corporate Social Responsibility.** *Corporate Reputation Review*. Londres: Inverno 2005.Vol.7, 4Num.; pg. 304, 5 pgs

MCWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. **Corporate Social Responsibility: A Theory of Firm Perspective.** *Academy of Management Review*. [S.L.]: v. 26, n.1, p. 117-127, 2001.

PAIVA, F.D. **Criação de valor econômico e suas implicações em empresas brasileiras de capital aberto:** uma análise dos modelos de precificação de ativos financeiros. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Lavras.

QUAZI, Ali M; Dennis O'Brien. **An empirical test of a cross-national model of corporate social responsibility.***Journal of Business Ethics*; May 2000; 25, 1; ABI/INFORM Global pg. 33.

SIMPSON, W Gary ; Theodor Kohers. **The link between corporate social and financial performance: Evidence from t...** *Journal of Business Ethics*. Dordrecht: Jan 2002.Vol.35, Num. 2; Parte 2. pg. 97, 13 pgs

STAINER, Alan . **Business performance & corporate social responsibility. Management Services**. Enfield: Jul 2002. Vol.46, 7,pg. 36, 2 pgs.

SUCUPIRA, João. **A Responsabilidade Social das Empresas**. Disponível em:<<http://www.balancosocial.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm>>. Acesso em 22/02/05.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003.