

---

## Responsabilidade social, governança corporativa e valor das empresas

---

Roberto do Nascimento Ferreira

### Resumo

Este trabalho visa à compreensão dos efeitos que a prática da responsabilidade social e da governança corporativa podem gerar no valor de uma empresa. A responsabilidade social vem assumindo, há algum tempo, um espaço importante nas decisões empresariais e a governança corporativa, mesmo estando relacionada a normas e exigências legais, tem também no comprometimento ético um aspecto fundamental. Segundo analistas do mercado de capitais, a responsabilidade social passou a ter uma maior relevância na análise de empresas quando se recomenda um investimento. Da mesma forma, investidores institucionais têm considerado a responsabilidade social antes de realizar um investimento. A análise do retorno proporcionada pelos fundos de investimentos socialmente responsáveis (do inglês *SRI – Socially Responsible Investments*) em comparação com o retorno dos fundos de investimentos tradicionais, demonstra que existe uma relação entre responsabilidade social, governança corporativa e o valor das empresas.

Palavras-chaves: responsabilidade social, governança corporativa, valor de empresas.

### Social responsibility, corporate governance and company value

#### Abstract

This work aims at the comprehension of the effects that the practice of the social responsibility and the corporate governance can produce over the value of a company. Social responsibility has been assuming an important role in the companies' decisions and the corporate governance, even though related to norms and legal requirements, also has a fundamental aspect in the ethical commitment. According to stock market analysts, social responsibility has become more relevant when companies are analyzed at the time an investment is being recommended. Much the same way, institutional investors have been considering social responsibility before investing. The analysis of the return supplied by the socially responsible investment funds (from the English *SRI – Socially Responsible Investments*) in comparison to the return of the traditional investments funds, shows that a relation between social responsibility, corporate governance and the value of the companies does exist.

Key-words: social responsibility, corporate governance, value of a company.

## 1 Introdução

A prática da responsabilidade social já não é mais algo tão distante no universo das empresas. A cada dia, mais exemplos são focados pela mídia e, cada vez mais, empresas são seduzidas pelas práticas sociais.

A prática da boa governança corporativa, associada aos aspectos básicos da responsabilidade social, está afetando e alterando o dia-a-dia das empresas, em que o grande diferencial já não é mais a qualidade, mas sim a postura ética e o comprometimento da empresa com seus acionistas, com a comunidade onde atua e com a sociedade como um todo.

A partir deste contexto, que envolve governança corporativa e práticas sociais, surge uma nova discussão, quando se questiona a quantificação destes aspectos em termos financeiros. Um tema que vem ocupando lugar em debates é o relacionado ao valor da empresa, dimensionado através da cotação de suas ações em bolsa. O posicionamento de alguns investidores e o comportamento de analistas do mercado têm levado e sinalizado na direção desta relação.

Pesquisas realizadas e o acompanhamento da rentabilidade dos fundos SRI tendem a comprovar a relação positiva entre boa governança corporativa, responsabilidade social e o retorno (ou valorização das ações). A dificuldade de se quantificar estas relações é muito grande, pois não existem ainda métodos científicos que possibilitem uma demonstração quantitativa.

O objetivo deste trabalho foi, portanto, fazer um levantamento acerca de algumas colocações, opiniões e relações que têm embasado as discussões sobre este tema. Não foi objetivo estabelecer ou criar um método, mas apenas contribuir teoricamente para a discussão, levantando, a partir da literatura existente, diversos pontos que apontam na direção de que boa governança e responsabilidade social podem contribuir para a aumentar o valor de uma empresa.

## 2 Governança corporativa

A governança corporativa pode assumir vários significados. Em alguns países, ela significa a diferença entre os direitos dos proprietários majoritários das empresas e o dos acionistas minoritários; já em outros, significa o volume de informações que os acionistas recebem para ajudá-los a entender como a empresa está se desenvolvendo e como se espera que ela se desenvolva no futuro. E, ainda, pode significar as práticas contábeis que estão sendo usadas e que determinam como as empresas operam financeiramente seus negócios (Relações com Investidores, 2002, p.9).

Segundo Mahoney (2002a), há uma concordância de que a governança corporativa deve criar um senso de justiça. Devem haver princípios e padrões que sejam praticados por todas as empresas abertas. Isso assegura consistência às diversas atividades envolvidas que mais importam na condução de uma empresa, como a responsabilidade dos executivos, o papel e a composição do conselho de administração, as práticas financeiras e contábeis, os direitos dos investidores, a justa contratação e o tratamento dado aos empregados, o adequado fluxo de informações, os padrões e o atendimento das normas ambientais e de segurança e o comportamento ético e moral.

Coombers, citado por Sargent (2002), diz que elevados padrões de governança são essenciais para atrair e manter investidores nos mercados de capitais globalizados e que, hoje em dia, há uma orientação que se move na direção do desempenho da empresa e do valor para os acionistas.

Os acionistas nos Estados Unidos estão liderando os esforços para assegurar aos investidores uma voz mais forte na governança corporativa e, assim, realizarem mudanças. O ativismo dos investidores iniciou-se e consolidou-se nos anos 1980, tendo como resultado prático a demissão de presidentes de diversas das principais empresas dos Estados Unidos. O motivo das demissões é que as empresas não estavam gerando níveis suficientes de valor para seus acionistas, sendo o valor medido em termos de dividendos e maiores preços de ações. Outras conquistas estão relacionadas ao aprimoramento nas comunicações com os investidores e mudanças na composição dos conselhos de administração (Mahoney, 2002a).

Em pesquisa realizada em 2000, pela consultoria *McKinsey & Co.*, constatou-se que os acionistas apoiam a governança corporativa e a grande maioria dos investidores se dispõe em pagar um ágio - ou prêmio - para investir em empresas com melhor governança. Nesta pesquisa, 80% dos entrevistados disseram que pagariam um preço mais alto por empresas americanas/européias com fortes padrões de governança. Para empresas latino-americanas, esse número se eleva para 83% e, para empresas asiáticas, 89%. Outra informação interessante é quanto ao efetivo valor adicional que os investidores estariam dispostos a pagar por empresas melhor governadas. Para empresas latino-americanas e asiáticas, o prêmio seria de 20% a 27%, para empresas da Europa continental de 18% a 22% e 18% por empresas americanas e britânicas (Sargent, 2002).

De acordo com esta pesquisa, os aspectos a seguir caracterizam uma boa governança corporativa:

- uma maioria de diretores externos no conselho de administração (sem qualquer relacionamento com os administradores executivos da empresa);
- uma significativa participação acionária dos diretores e remuneração com base nas ações;
- avaliações formais do desempenho dos diretores;
- eficiente atendimento às solicitações dos acionistas sobre informações relativas à governança.

Pode-se dizer, que *o conceito de governança corporativa abrange a forma de governar a empresa, entendendo e tornando mais eficiente todos os seus processos internos e externos. O objetivo fundamental na adoção de práticas de boa governança é o de melhorar a performance da companhia e fazer com que esses ganhos sejam usufruídos por todos os grupos envolvidos* (Relações com Investidores, 2002).

### **3 Governança corporativa no Brasil**

A discussão sobre governança corporativa surgiu no Brasil nos últimos anos da década passada e, atualmente, avança a passos largos. Apesar da rapidez, o Brasil criou um modelo próprio de governança corporativa e construiu padrões sob medida para a sua necessidade, dedicando-se a combater o principal inimigo: o controle concentrado do capital (Azevedo, 2002).

De acordo com Azevedo (2002), a fórmula da boa governança no Brasil passou a ter como principal elemento a proteção ao acionista minoritário. Os seguintes princípios foram concebidos para esse fim:

- direito aos minoritários de eleger livremente seus representantes nos conselhos de administração e fiscal;
- adquirir voto em questões relevantes e que impliquem conflitos de interesses;
- vender suas ações, sejam elas ordinárias ou preferenciais, a um eventual comprador da companhia pelo mesmo preço do controlador (*tag along*);
- ter um representante no conselho fiscal;
- receber dividendos 10% superiores aos distribuídos às ações com votos;
- obter o direito de voto caso não receba os dividendos;
- dispor de um conselho de arbitragem para solucionar mais rapidamente questões de conflito com o controlador.

Além desses princípios, alguns elementos dos códigos internacionais de boa governança são considerados e recomendados:

- apresentação das demonstrações financeiras conforme normas internacionais de contabilidade (além de divulgá-las sob a legislação societária);
- apresentar a demonstração do fluxo de caixa e os balanços consolidados trimestralmente;
- convocação de assembléia de acionistas com o mínimo de 30 dias;
- divulgação da lista de todos os acionistas e suas respectivas participações acionárias;
- apresentar as demonstrações financeiras com análises detalhadas de conjuntura e riscos;
- ter um conselho de administração com membros independentes;
- os membros da diretoria não estejam no conselho;
- presidente do conselho não seja o presidente da diretoria.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou, no período de 1999 a meados de 2000, uma série de instruções para equilibrar o poder de controladores e minoritários em situações de operações de fechamento de capital, absorção de ágio pago nas privatizações, fusões, cisões e incorporações (Azevedo, 2002).

Dentro deste mesmo objetivo, as Leis 10.303 de 2001 e 10.411 de 2002, que reformaram a Lei das S.A. e a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, têm a declarada intenção de proteger os interesses dos acionistas minoritários, aperfeiçoando seu direito de participação e fiscalização, e fortalecendo o órgão regulador do mercado, a CVM (Trindade, 2002).

As conquistas que reforçam a prática da boa governança e que vieram com a promulgação destas duas leis foram:

- foi retomado o *tag along* (restrito às ações ordinárias e limitado a 80% do valor pago pelo comprador aos donos do controle);
- foi estabelecido o conceito de valor justo, como proteção ao minoritários em casos de fechamento de capital;
- os acionistas preferenciais podem ter assento no conselho de administração;
- os acionistas preferenciais devem receber dividendos 10% superior aos pagos às ações ordinárias;
- as ações ordinárias foram restritas a 50% do capital social para novas companhias abertas.

Outro aspecto importante ressaltado por Azevedo (2002) diz respeito às empresas que aderiram aos níveis 1, 2 ou Novo Mercado da Bovespa. São, inicialmente, 24 companhias abertas, que vestem um selo e estão devidamente identificadas pelo seu grau de adesão às boas práticas de governança, em virtude da cartilha lançada pela CVM no início de junho, que dita as boas práticas de governança e exige que as informações anuais (IAN), a serem entregues até junho de 2003, apresentem um formulário indicando a adesão a cada uma das 23 recomendações propostas, sendo que todas as 982 companhias abertas farão parte do Novo Mercado da Bovespa.

De acordo com Vasconcelos (2002), a idéia que se criou no Brasil é de que a promulgação da nova lei das S.A. e normas e esforços da CVM e da Bovespa tem como objetivo a proteção de minoritários. Contudo, para o autor, isto é apenas uma consequência, pois, na realidade, governança corporativa diz respeito à criação de valor.

Dentro de todo este contexto, nacional e internacional, o que se percebe é que a governança corporativa visa ampliar o poder do acionista minoritário e levar as empresas a agir com o máximo de transparência, seja em relação ao seus acionistas, ao mercado, ao governo ou a sociedade. Ao agir dessa forma, as empresas passam a cumprir princípios básicos de ética e responsabilidade social.

Boas práticas de governança corporativa aumentam a eficiência da gestão, reduzem o custo de capital, atraem novos investimentos e possibilitam o crescimento das empresas e

controles mais rigorosos e padrões éticos mais elevados ampliam a arrecadação fiscal. Os *stakeholders* são beneficiados com mais treinamento, melhores produtos e serviços, proteção ao meio ambiente, etc.

O conceito mais importante de governança corporativa é o conceito de *accountability*. Ele diz respeito à prestação de contas da direção da empresa, que deve ser direcionada ao Conselho de Administração; os conselheiros prestam contas aos acionistas ou quotistas e a empresa presta conta aos órgãos reguladores (Vasconcellos, 2002).

## 4 Responsabilidade social

De maneira geral, responsabilidade social é um conjunto de ações, realizadas pela empresa, que afetam todos os seus *stakeholders*.

Ashley e Cardoso (2002) salientam que, em virtude da maior conscientização do consumidor e conseqüente procura por produtos e práticas que gerem melhoria para o meio ambiente ou comunidade, valorizando aspectos éticos ligados à cidadania, o mundo empresarial vê na responsabilidade social uma nova estratégia para aumentar seu lucro e potencializar seu desenvolvimento.

A expressão “responsabilidade social” suscita uma série de interpretações. Para alguns, representa a idéia de responsabilidade ou obrigação legal; para outros, é um dever fiduciário, que impõe às empresas padrões mais altos de comportamento que os do cidadão médio; alguns outros a traduzem como prática social, papel social e função social e outros a vêem associada ao comportamento eticamente responsável ou a uma contribuição caridosa (Ashley e Cardoso, 2002).

De acordo com Gonzalez (2002a), o conceito de responsabilidade social corporativa está intimamente ligado à governança corporativa a partir de uma razão simples: uma depende da outra. Para ser responsável socialmente a empresa é obrigada a praticar a governança em sua essência. Neste contexto, a valorização do acionista minoritário é apenas um aspecto. A empresa deve levar em consideração os anseios do investidor, dos colaboradores, dos fornecedores, dos consumidores, das instâncias governamentais e entidades do terceiro setor.

A responsabilidade social envolve uma série de fatores, que podem ser considerados características da empresa socialmente responsável. Essas características envolvem aspectos relacionados ao meio ambiente, locais de trabalho e comunidade (Keeler, 2002).

Assim, a conceituação do que seja responsabilidade social torna-se abrangente e, dessa forma, pode-se citar Ashley e Cardoso (2002), que definem a responsabilidade social:

*Como o compromisso que uma organização deve ter para com a sociedade, expresso por meio de atos e atitudes que a afetem positivamente, de modo amplo, ou a alguma comunidade, de modo específico, agindo proativamente e coerentemente no que tange a seu papel específico na sociedade e a sua prestação de contas para com ela. A organização, nesse sentido, assume obrigações de caráter moral, além das estabelecidas em lei, mesmo que não diretamente vinculadas a suas atividades, mas que possam contribuir para o desenvolvimento sustentável dos povos. Assim, numa visão expandida, responsabilidade social é toda e qualquer ação que possa contribuir para a melhoria da qualidade de vida da sociedade.*

Ao assumir uma postura socialmente responsável, as empresas também passam a ter compensações. O melhor acesso ao capital (principalmente de investidores socialmente conscientes), menores prêmios de seguros, menor overhead, melhora na imagem, maiores vendas, melhores relações com empregados são algumas que podem ser citadas, além de que as alienações podem ser facilitadas devido ao menor risco percebido e à melhor governança (Keeler, 2002).

Segundo Santos (1999), citado por Ashley e Cardoso (2002), o número de aquisições de empresas brasileiras por empresas estrangeiras cresceu 196,25% na última metade dos anos 1990. A entrada de novos competidores estrangeiros, principalmente após a abertura do mercado em meados da década de 1990, alterou as práticas de gestão e de relacionamento da empresas com os *stakeholders*. Essa nova realidade levou as empresas a investirem em atributos como confiabilidade, serviço de pós-venda, produtos ambientalmente corretos e relacionamento ético da empresa com seus consumidores, fornecedores e varejistas e também das práticas internas relacionadas aos seus funcionários e preservação do meio ambiente. Todo esse conjunto de mudanças é um componente básico da responsabilidade social.

Outro aspecto importante acerca da responsabilidade social é o debate quanto à quantificação do benefícios da responsabilidade social. Segundo Keeler (2002), até os mais ardentes defensores da responsabilidade social corporativa (RSC) podem admitir que as vantagens são difíceis de quantificar e que os resultados benéficos não são necessariamente visíveis. Este autor faz, porém, um paralelo com relação à consciência ambiental da empresa e o seu desempenho financeiro, para mostrar a importância da RSC. Cita estudos que mostram que as empresas com fortes práticas administrativas ambientais foram recompensadas em até mais 5% do que outras organizações comparáveis que não enfocaram sobre seus impactos ambientais. Porém, diversas empresas não se preocupam em quantificar os benefícios da RSC. Isso tem orientado a busca por provas de que ser socialmente responsável é de fato financeiramente um benefício.

Wright, citado por Keeler (2002), afirma que a *evidência parece estar comprovando que existe uma correlação entre empresas socialmente responsáveis e um bom desempenho financeiro básico. Se existe um relacionamento causal, ainda não está claro.*

## 6 Os investimentos socialmente responsáveis

O crescimento dos investimentos socialmente responsáveis (do inglês *SRI – Socially Responsible Investments*) reforça a relação entre a responsabilidade social e a valorização dos papéis da empresa.

Esse tipo de fundo já existe nos EUA há quase duas décadas e na Europa e Japão há mais de uma década.

O crescimento dos fundos e dos investimentos socialmente responsáveis tem levado muitos profissionais a defender a hipótese de que uma política de investimentos baseada em responsabilidade social pode ser considerada mais rentável que a fórmula convencional de seleção de investimentos. Essa hipótese pode também ser expressa por meio da seguinte pergunta: *existe correlação entre o comportamento ético e o retorno financeiro?* (Villani, 2002).

Segundo Mahoney (2002c), esses fundos, além do crescimento, têm oferecido retornos maiores. Cita como exemplo que, nos EUA, o retorno desses fundos nos últimos anos tem sido melhores do que o próprio mercado de ações.

Atualmente, existem inúmeros fundos sociais, sendo que os pioneiros são o *Calvert Group* e o grupo de fundos *Domini Social 400*. Este último acompanha o desempenho de cerca de 400 fundos sociais e superou o *S&P 500* (considerado a melhor representação do mercado de ações dos EUA) em mais de 1% num período de 10 anos (até outubro de 2001). A *Nasdaq Stock Market* criou um índice social em abril de 2002 – o *INDEX* – que é composto com 283 empresas que atendem a critérios sociais, que representavam, na época um valor de mercado de US\$ 2,7 trilhões.

Outros fundos são o da *Smith Barney Asset Management* (que possui US\$ 2 bilhões em ativos); dois fundos administrados pela *Ariel Investments*, de *Chicago* (US\$ 1 bilhão de ativos); a *Faliofn*, que tem seis fundos com 30 empresas cada; o *Dow Jones Global Sustainability Index (DJGSI)*, composto de 312 empresas distribuídas em 62 setores e em 26 países; o *Europe Index Ethibel*; O *EIRES* do mercado inglês; o *NPI UK Social Index* e o *ABN AMRO Sustainable World Fund* (Villani, 2002; Mahoney, 2002c).

O retorno proporcionado por este fundos tem sido maior que o retorno dos fundos tradicionais equivalentes. O Quadro 1 mostra essa relação e o retorno a mais obtido.

QUADRO 1. Relação entre os retornos de fundos sociais e fundos tradicionais

Fundo social	Fundo tradicional	% a mais de retorno	Período
Domini Social 400	S&P 500	1,2% a.a.	1990 a 2001
Dow Jones Global Sustainability Index (DJGSI),	Dow Jones Global Index (DJGI),	2,9% a.a.	jan/94 a jun/2001
Europe Index Ethibel;	MSCI Europe	9,4% a.a.	jan/98 a out/2000
EIRES	FTSE	1,6% a.a.	jan/91 a mai/99
ABN AMRO Sustainable World Fund	MSCI World Index	3,9% a.a.	mai/2000 a set/2001

Fonte: Villani (2002) e Mahoney (2002c)

Os recursos dos SRI somam mais de US\$ 3,8 trilhões. Os valores crescem a cada ano e, com certeza, a empresa não pode deixar de levar em consideração a possibilidade de captar recursos desses investidores, o que será facilitado com o acesso às informações consistentes de natureza social da companhia (Gonzalez, 2002a).

Entre os critérios observados pelas grandes fundações para classificar as empresas estão não só doações à comunidade, como também a utilização do trabalho infantil, o número de mulheres que fazem parte dos conselhos, a remuneração dos executivos e até o envolvimento em casos que ferem a lei anti-truste (Valor Econômico, 2001).

Com relação ao Brasil, duas iniciativas merecem destaque. O Unibanco, desde janeiro 2001, está fornecendo a seus clientes (investidores estrangeiros) informações sobre as práticas sociais e ambientais das empresas brasileiras. O banco tem trabalhado em um setor que pesquisa empresas com ações nas bolsas de valores. Por meio de relatórios voluntários, respondidos por empresas nacionais, expõe dados referentes ao seu comportamento social, que recomendam ou não a compra de ações. Os critérios de avaliação das empresas e os procedimentos para ter acesso a esse capital variam muito, da origem dos investimentos até a religião que seguem. A fabricação de armamentos, a atuação no setor primário, a existência de mulheres na alta diretoria, os investimentos na diversidade de seus colaboradores, o posicionamento em relação a mão-de-obra infantil são alguns deles (Informativo Ethos, 2001).

O Unibanco foi a primeira instituição financeira brasileira a apresentar um relatório para seus clientes, sobre a postura social das empresas que podem compor uma carteira de ações através da adoção da idéia do investimento socialmente responsável (*SRI - Socially Responsible Investing*). É um novo produto criado para atender a um pequeno mas cada vez maior, nicho de investidores com preocupações éticas em todo o mundo. Os fatores do SRI, que vão desde a preservação do meio ambiente às boas relações trabalhistas, não figuram no topo das análises financeiras dos gerentes de fundos tradicionalmente voltados para os mercados emergentes. Apesar disso, os investimentos guiados pelos princípios do SRI crescem rapidamente e já chegam a US\$2,2 trilhões nos EUA.

O Unibanco recomenda a compra de ações das companhias, baseando-se em seus resultados financeiros. A corretora não se guia pelos perfis SRI e não dá às companhias que analisa 'econotas', porque os critérios de investimento variam de acordo com os fundos. A idéia é oferecer essa informação aos investidores que a desejem (Wall Street Journal, 2001)

Para o analista de investimentos socialmente responsáveis do Unibanco, Christopher Wells, *não existe ainda nenhuma pesquisa científica que comprove a correlação entre empresas financeiramente bem sucedidas e aquelas, social e ambientalmente responsáveis, mas verificamos que em mais de 50% dos casos, a relação é válida*. Segundo ele, os investidores brasileiros ainda representam interesses muito pequenos, mas a preocupação de investir em ações de empresas socialmente e ambientalmente responsáveis tem crescido muito e afirma que a *responsabilidade social não é uma moda. Com o tempo, passará a fazer parte da cultura cidadã e será agregada ao valor dado ao produto*. (Informativo Ethos, 2001).

Outra iniciativa é o Fundo Ethical, que é um fundo mútuo de ações lançado pelo ABN AMRO Asset Management em novembro de 2001. Segundo Villani (2002), este fundo é pioneiro no mercado brasileiro dentro da categoria de investimentos em ações de empresas socialmente

responsáveis. A carteira de investimentos do fundo é composta de ações listadas nas bolsas de valores do País, selecionadas tendo por base um conjunto de quatro tipos de indicadores de desempenho: financeiros, práticas ambientais, práticas sociais internas/externas e qualidade da governança corporativa. Nesse sentido, é uma das análises de investimentos mais abrangentes utilizadas pela indústria de gestão de fundos de investimentos no Brasil. O objetivo do fundo é superar a rentabilidade de seu índice de referência – o Ibovespa, no longo prazo que, para efeito de análise de performance, é de três anos.

## 5 Responsabilidade social e valor das empresas

O debate sobre a responsabilidade social das empresas tornou-se mais acirrado com a intensificação da globalização, assim como a discussão sobre a ética e a transparência das empresas têm se tornado a cada dia mais comuns. A busca do desenvolvimento sustentado trouxe à discussão o papel das empresas para alcançá-lo. Nesse debate, entram a responsabilidade social das empresas e a análise de suas ações corporativas, retratadas por meio de um relatório social, mais conhecido como "balanço social". Os analistas do mercado financeiro utilizam os dados constantes no balanço social em conjunto com as demonstrações financeiras para subsidiar a avaliação sobre o preço dos papéis que a companhia tenha no mercado (Gonzalez, 2002b).

Conforme consta no Informativo Ethos (2001), a responsabilidade social deixou de imperar somente na hora da compra e venda de produtos e na contratação de fornecedores. O conceito se ampliou até no momento de escolher as empresas nas quais o capital será aplicado. Bancos e administradoras têm lançado fundos específicos, que destinam verbas para investimentos em empresas com projetos nas áreas social e de meio ambiente. Ao mesmo tempo, analistas passaram a recomendar a compra das ações dessas companhias. Isso tudo porque investir na responsabilidade social dá retornos financeiros a longo prazo e representa menor risco para o investidor. Investidores estrangeiros têm pautado suas ações em informações sobre as práticas sociais e ambientais de empresas brasileiras.

Um aspecto que reforça a relação do valor da empresa com práticas sociais é o posicionamento de fundos de pensão, em que os maiores do mundo estão exigindo responsabilidade social das empresas onde investem. Em encontro realizado em Haia, na Holanda, em 2001, representantes de cerca de 300 entidades, que somam patrimônio de mais de US\$ 5 bilhões, elaboraram uma "lista negra" das empresas nas quais não se deve investir por motivos que vão desde as agressões ao meio ambiente até a exploração de crianças. Além dos comentários sobre a corrupção no Brasil, foram citados no encontro os acidentes ambientais da Petrobrás, tendo um fundo dinamarquês sugerido que não se investisse mais na Petrobras por causa dos acidentes ambientais.

Ramos (2002) salienta que os fundos de pensão brasileiros estão passando a adotar critérios mais rígidos de transparência e governança corporativa para definir suas participações em empreendimentos. Por outro lado, instituições financeiras pesquisam o desempenho social e ambiental das companhias abertas nacionais para seus clientes estrangeiros.

Os grandes investidores institucionais estão causando um grande impacto sobre como as empresas abertas são governadas. Os fundos de pensão têm desempenhado um papel ativista para influenciar importantes decisões dos Conselhos Diretores e dos altos executivos das empresas, com o objetivo fundamental de se focar a criação de valor. Um exemplo é o relacionado a eliminação de qualquer obstáculo que possa impedir que uma empresa seja adquirida por outra – seja através de um acordo amigável ou por um *takeover* hostil. As aquisições e os *takeovers* sempre aumentam a riqueza dos acionistas porque o preço da oferta é maior do que o preço das ações no mercado. O prêmio (ágio) numa aquisição ou num *takeover* pode chegar a 25% ou 50% acima do preço corrente no mercado (Mahoney, 2002b)

De acordo com Ramos (2002), são inúmeros os casos de companhias que, na última década, tiveram seu valor de mercado fortemente afetado por questões relacionadas ao meio ambiente, à diversidade, às relações trabalhistas e aos direitos humanos, entre outros. Cita, como exemplos de prática sociais responsáveis no Brasil, a Natura e o Boticário. Por outro lado, a Nike é citada com exemplo de uma empresa cujo valor foi forte e negativamente afetado. Também

relaciona a necessidade de transparência e governança corporativa com a série de escândalos contábeis, como o da *Enron*, para afirmar que existe pressão por maior *accountability*. Cita que, por falharem nestes quesitos, há empresas que tiveram seus *ratings* rebaixados por agências de classificação de risco.

Em pesquisa realizada pela Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais de São Paulo (Abamec-SP), no segundo semestre de 2001, constatou-se que 84% dos analistas levam em consideração a informação de natureza social em mais da metade de suas avaliações. Dos analistas, 85% consideraram que a ação social interna - os processos desenvolvidos para a produção e com os profissionais e seus familiares - é relevante na análise da companhia. Cerca de 79% deles opinaram que um fato ou uma informação de natureza social - seja ambiental, cultural ou comunitária - pode propiciar alterações nos preços dos papéis das companhias. Como a comunidade de analistas é formadora de opinião e, automaticamente, de preços dos papéis, isso demonstra que as empresas devem se preocupar em informar suas ações sociais corporativas ou poderão correr o risco de terem seus papéis mensurados erroneamente (Gonzalez, 2002b).

Hoje, as empresas buscam ter cada vez mais práticas de governança corporativa, que envolvem fatores além da valorização aos acionistas minoritários. Empresa com boa governança têm de ter também boas relações com as partes interessadas, os stakeholders (profissionais, acionistas, fornecedores, clientes, cidadãos, governos, organizações do terceiro setor). Essa boa convivência pode alterar os preços das ações das empresas na Bolsa. Cada vez mais, a empresa tem de levar informações para todos os envolvidos nas operações, direta ou indiretamente (stakeholders). Isso porque as partes interessadas estão levando em consideração a postura social da companhia para tomar decisões. Hoje, os investidores querem saber como a corporação lida com todos os fatores que a afetam, entre eles, o social (Gonzalez, 2002b).

O índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), lançado pela Bolsa de Valores de São Paulo em junho de 2001, foi a aposta da Bovespa em criar um investimento direcionado para as empresas que possuem e utilizam os conceitos de governança corporativa e responsabilidade social. O índice inclui 30 companhias e o seu desempenho tem sido muito superior ao do Ibovespa, que reúne as ações mais negociadas da bolsa paulista. A comparação entre o rendimento dos dois índices, mostrada no Quadro 2, indica que a ética, a transparência e o respeito da empresa tornam o investimento mais seguro (Eloy, 2003).

QUADRO 2. Relação entre o rendimento do Ibovespa e o do IGC

Período	De 25/06/2011 a 16/05/2003	Em 2002	Últimos 12 meses	Em 2003
IGC	+ 19,80%	+ 1,58%	+10,20%	+16,68%
Ibovespa	-9,04%	-17,01%	+4,46%	+17,36%

Fonte: Bovespa e Econômica, citado em Eloy, 2003.

Para os analistas de mercado, as empresas que aplicam boas práticas de governança oferecem menor risco ao investidor, o que dá segurança e tende a aumentar o valor das ações. Em empresas sem práticas de boa governança, algumas trocas de controle permitiram que os investidores majoritários conseguissem vender suas ações com um lucro dez vezes maior que o obtido pelos minoritários (Eloy, 2003).

Estudo realizado pelo professor Antônio Gledson de Carvalho, do Departamento de Economia da Universidade de São Paulo, mostra que os papéis das empresas que aderiram a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, tiveram valorização média de 2%. A alta média nos dois dias anteriores a adesão, e nos dias posteriores, foi de 0,5% ao dia. Em suas conclusões, o professor afirma que a migração para um dos níveis gera valor para a companhia, que há um ganho de liquidez para o papel, que a oscilação do preço da ação passa a depender menos do volume negociado e, assim, o mercado passa a avaliar melhor a ação (Silva Júnior, 2003).

## 7 Considerações finais

Falar em responsabilidade social, nos dias atuais, é comum, visto que o termo aparece na comunicação oficial e na publicidade das empresas, em discursos inflamados de políticos e em programas de governo.

Com relação às empresas, há uma grande preocupação em associar a imagem da organização com práticas sociais, com o “ser socialmente correto”. Deve haver, porém, uma preocupação em separar e analisar os que realmente se preocupam com o social e aqueles que apenas estão pegando carona na “onda”.

O comprometimento de uma empresa com o social deve ser fruto, primeiramente, de seu comportamento ético. Isto envolve o comprometimento interno, com os empregados e todos os acionistas. Neste aspecto é que aparecem os elementos que conceituam e definem a prática da boa governança corporativa. Se a organização não conseguir ser ética em relação aos seus próprios investidores, como poderá ser ética com relação ao mercado e a sociedade?

Neste contexto, a empresa seriamente comprometida com o social tem colhido os frutos de suas boas práticas. A valorização dos papéis destas empresas no mercado demonstra que a prática de ações sociais funciona como uma alavanca. A análise dos retornos dos fundos relacionados a investimentos socialmente responsáveis em comparação com o rendimento dos fundos tradicionais exemplifica o exposto.

Mesmo que ainda não existam ainda muitos estudos empíricos que comprovem a correlação entre responsabilidade social e governança corporativa com o valor ou o desempenho financeiro das empresas, alguns aspectos apontam nesta direção: a análise dos retornos dos fundos SRI, os critérios adotados pelos analistas do mercado de capitais ao recomendar investimentos e a posição dos fundos de pensão e dos bancos de investimentos. Algumas pesquisas que têm sido realizadas, também começam a deixar mais clara esta relação.

Espera-se, assim, que este trabalho tenha contribuído teoricamente para embasar a discussão sobre a relação da responsabilidade social e governança corporativa com o valor ou o desempenho financeiro das empresas.

## 8 Referências bibliográficas

ASHLEY, P. A.; CARDOSO, J. G. A responsabilidade social nos negócios: um conceito em construção. In: ASHLEY, P. A. (Coord.). **Ética e responsabilidade social nos negócios**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 2-16.

AZEVEDO, S. Governança corporativa avança a passos largos no Brasil. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 52, p. 13-14, jun. 2002.

ELOY, P. Quando ética e respeito a acionista são os ativos mais valiosos do investidor. **O Globo**. 19 maio 2003. Caderno de Economia, p. 18.

GONZALEZ, R. S. Ação social corporativa agrega valor aos acionistas. **Agência Estado - Setorial**. São Paulo, 06 fev. 2002a. Disponível em: <<http://www.aesetorial.com.br/construção/artigos/2002/fev/06/255.htm>>. Acesso em: 06 fev. 2002.

GONZALEZ, R. S. Tendência mundial: governança e responsabilidade social corporativa. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 53, p. 15-16, jul. 2002b.

INFORMATIVO ETHOS. São Paulo: 2001. Disponível em: <<http://www.ethos.org.br/>>. Acesso em: 17 jul. 2001.

JORNAL VALOR ECONÔMICO. 02 fev. 2001 (Caderno Finanças - C-2) Fundos de Pensão: Responsabilidade social passa a ser pré-requisito para aplicações.

KEELER, D. Responsabilidade Social Corporativa – RSC. Já não é mais um caso fundamentado em instinto. Trata-se de uma exigência do negócio. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 53, p. 17-20, jul. 2002.

MAHONEY, W. Acionistas mudam as práticas de governança corporativa. **Relações com Investidores**. São Paulo, n. 52, p.10-11, jun. 2002a.

MAHONEY, W. Fundos de investimentos sociais: crescem e oferecem maiores retornos. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 53, p. 25-26, jun. 2002b.

MAHONEY, W. Investidores institucionais se envolvem mais em governança corporativa. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 52, p. 26-28, jun. 2002c.

RAMOS, M. Responsabilidade social: retorno social e econômico. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 53, p. 14-15, jul. 2002.

RELAÇÕES COM INVESTIDORES. São Paulo: IMF Editora, 2002.

SARGENT, J. Estudo da McKinsey mostrou que os investidores pagam mais por boa governança. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 52, p. 2, jun. 2002.

SILVA JÚNIOR, A. Empresas ganham com governança. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 21 marc. 2003

THE WALL STREET JOURNAL. EUA: 2001. Disponível em:  
<<http://www.globalpress.com.br/completa.asp?id=6083>>. Acesso em: 26 fev. 2001.

TRINDADE, M. Governança corporativa: balanço e perspectivas. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 52, p. 16-17, jun. 2002.

VILLANI, P. A. Investimentos socialmente responsáveis e o fundo ethical. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 53, p. 21-25, jun. 2002.

VASCONCELLOS, P. C. Governança corporativa diz respeito a criação de valor. **Relações com Investidores**, São Paulo, n. 52, p. 19-20, jun. 2002.