

Pessanha Gomes, Frederico; Tortato, Ubiratã
ADOÇÃO DE PRÁTICAS DE SUSTENTABILIDADE COMO VANTAGEM COMPETITIVA:
EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Revista Pensamento Contemporâneo em Administração, vol. 5, núm. 2, mayo-agosto,
2011, pp. 33-49
Universidade Federal Fluminense
Rio de Janeiro, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=441742842003>



ADOÇÃO DE PRÁTICAS DE SUSTENTABILIDADE COMO VANTAGEM COMPETITIVA: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

ADOPTION OF SUSTAINABLE PRACTICES AS COMPETITIVE ADVANTAGE: EMPIRICAL EVIDENCE

Frederico Pessanha Gomes

Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUC-PR
frederico.gomes@uol.com.br

Ubiratã Tortato

Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUC-PR
ubirata.tortato@pucpr.br

RESUMO

Este artigo investiga se as práticas de sustentabilidade empresarial trazem vantagem competitiva às empresas que o compõe. Para tanto, buscou-se verificar se o retorno do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) é semelhante a outros índices de ações da Bovespa. Para tanto, buscou-se fundamentação teórica na teoria dos *shareholders* ou teoria da maximização da riqueza dos acionistas e na teoria dos *stakeholders* ou teoria dos grupos de interesse. Foram realizados testes estatísticos que compararam o retorno médio do ISE com o retorno médio do Índice Bovespa (IBOV) e do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Os resultados obtidos levam a conclusão que apesar do ISE possuir uma carteira teórica diferenciada, propiciando um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea, o seu retorno é semelhante (não é significativamente diferente) aos índices de ações convencionais.

Palavras chaves: Sustentabilidade empresarial. Vantagem competitiva. Índice de sustentabilidade empresarial (ISE).

ABSTRACT

This paper investigates whether corporate sustainability practices bring competitive advantage to companies. To this end, we sought to determine whether the return of the Corporate Sustainability Index (ISE) is similar to other stock indices of the Bovespa. Thus, we sought justification in the theory of shareholders or the shareholder wealth maximization and the theory of stakeholders or interest groups. Statistical tests were performed comparing the average return of the ISE with average returns of the Bovespa Index (IBOV) and the Index of Corporate Governance Stock Index (IGC). The results lead to the conclusion that although the ISE have a differentiated portfolio, providing investment compatible with the demands of sustainable development in contemporary society, their return is similar (not significantly different) to conventional stock indexes.

Keywords: Corporate Sustainability, Competitive Advantage, Business Sustainability Index (ISE).

INTRODUÇÃO

A busca por vantagem competitiva é uma prioridade para as empresas que operam em ambiente global e complexo, de forma a garantir a capacidade de gerar valor de longo-prazo. Da mesma forma, é crescente a preocupação da sociedade com a necessidade de se buscar equilíbrio entre desenvolvimento econômico, meio ambiente e justiça social.

Dado esse contexto, coloca-se em questão o papel das empresas no contexto humano e social, dando força a alternativas conceituais administrativas mais amplas e que ressaltem a importância estratégica de atender aos interesses dos principais stakeholders, ou seja, das partes interessadas que afetam ou são afetadas pelo alcance dos objetivos da empresa (FREEMAN, 1984).

No período recente, verifica-se a valorização das questões ambientais no segmento empresarial, atendendo às novas exigências legais, de mercado e da sociedade em geral. O enfoque econômico, antes preponderante no planejamento, vem sendo substituído por um conceito mais amplo de desenvolvimento sustentável, no qual as metas de crescimento estão associadas aos esforços de redução dos efeitos nocivos ao meio ambiente (STROBEL et al., 2004).

No mercado financeiro internacional e nacional, investidores têm privilegiado empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para investir seus recursos. Esses tipos de investimentos denominados "investimentos socialmente responsáveis" (ISRs) consideram que empresas sustentáveis geram valor para o acionista no longo prazo, pois se apresentam mais preparadas para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais (BOVESPA, 2009).

Conforme dados do Social Investment Forum's (2006), investimentos em empresas com responsabilidade social cresceram 258% desde 1995, variação maior do que dos ativos administrados nos Estados Unidos. Os dados de 2006 da Mercer Investment Consulting reportam que de todos os investimentos do Reino Unido cerca de 47% são investimentos comprometidos com o Environmental, Social and Governance Analysis (ESG). A avaliação desses fatores, também chamados de análise de sustentabilidade, tem garantido melhores investimentos e melhor rentabilidade. Desta forma, a sustentabilidade empresarial tem sido vista como um importante fator na geração de retornos excepcionais ajustados a risco (*alpha*) (WRIGHT, 2006).

A demanda por investimentos socialmente responsáveis cresceu ao longo dos anos e já é amplamente atendida por vários instrumentos financeiros no mercado internacional, sendo o principal deles o Índice Dow Jones de Sustentabilidade (Dow Jones Sustainable Index – DJSI), lançado em setembro de 1999. No Brasil, o Banco Real ABN AMRO criou em novembro de 2001 o Fundo Ethical que, segundo informação de seu sítio, marcou o ineditismo de um fundo de ações com características de investimentos socialmente responsáveis no mercado de acionário brasileiro.

Neste mesmo sentido, atendendo à crescente preocupação do investidor brasileiro em aplicar recursos em empresas que incorporam os conceitos de sustentabilidade, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a exemplo do que já ocorria no mercado financeiro internacional, decidiu pela criação de um índice de ações que fosse um referencial (benchmark) para esses investimentos: o Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE. A partir de novembro de 2005, o ISE passou a refletir o retorno de uma carteira formada por empresas com reconhecido

comprometimento com o desenvolvimento sustentável e responsabilidade social.

De acordo com a Bovespa, estão entre os tópicos da missão do ISE: ser composto por empresas que se destacam em responsabilidade social, em sustentabilidade no longo prazo e em estímulo a práticas sustentáveis por parte das demais empresas. A Bovespa apresenta algumas vantagens para as empresas que aderirem ao ISE. Dentre estas, citam-se: (a) ser reconhecida pelo mercado como empresa que atua com responsabilidade social corporativa; (b) ser reconhecida como empresa com sustentabilidade no longo prazo; (c) e ser reconhecida como empresa preocupada com o impacto ambiental das suas atividades.

Conforme Rezende et al. (2007), com o fortalecimento da ótica social nas organizações, surgiram algumas percepções que envolvem a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) versus desempenho financeiro.

Nesse contexto, emergem algumas alternativas conceituais para explicações administrativas mais amplas sobre a RSC, destacando-se a “teoria dos stakeholders” ou a “teoria dos grupos de interesse”, que ressalta a importância estratégica de se atender aos interesses dos stakeholders e sugere uma relação positiva entre RSC e desempenho financeiro das organizações. Para Borba (2005), “diversos autores, alinhados ao aspecto instrumental da teoria dos stakeholders, entendem que a responsabilidade social da empresas serviria como um meio para o alcance de melhor desempenho financeiro”.

Entretanto, a “teoria dos shareholders” ou “teoria da maximização do valor para o acionista”, segundo Borba (2005), “[...] ainda é bastante presente e pouco questionada, já que a construção de argumentos teóricos e empíricos contrários a ela ainda precisam ser melhor elaborados e analisados”.

De acordo com Griffin et al. (1997) a partir da década de 70, surgiram diversos estudos empíricos, que tentaram sem grande sucesso, identificar por meio de ferramentas estatísticas uma relação positiva entre RSC e desempenho financeiro, que confirmaria a eficiência da “teoria dos stakeholders”. Entretanto, na maioria desses estudos, os problemas em relação à utilização de diversas metodologias, à fragilidade de indicadores de desempenho social corporativa e a indefinição conceitual, surgiram conclusões questionáveis e inconsistentes.

Nas últimas décadas, clientes, empregados, fornecedores, comunidade, governos e alguns acionistas têm encorajado as empresas a investirem em Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Algumas empresas respondem com mais investimentos em RSC, outras empresas resistem, com argumento de que investimentos em RSC são inconsistentes com os esforços de maximização dos lucros dos acionistas (MC GUIRE et al., 1988).

O mercado de capitais brasileiro, ao adotar critérios para a análise de riscos socioambientais, tem estimulado as empresas a adotarem práticas sustentáveis. A sustentabilidade tem sido parâmetro cada dia mais utilizado por investidores na hora de escolher empresas, principalmente em segmentos conservadores que buscam segurança e constância de retorno (BOVESPA, 2009).

Diante disso, essa pesquisa se justifica pela discussão sobre o tema mercado acionário brasileiro, integrando-o a questões de RSC, com foco no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Este índice possui o conceito de Investimento Socialmente Responsável, ou

seja, é composto por empresas que possuem políticas relacionadas à preservação do meio ambiente, responsabilidade social e governança corporativa.

Neste sentido, o trabalho busca enriquecer o debate atual acerca da relação entre RSC e desempenho financeiro, por meio da análise econômico-financeira do ISE e das empresas que os integram, com intuito de entender melhor essa relação.

Os comentários e afirmações mostram a necessidade de se conhecer o desempenho econômico-financeiro dos índices de ações considerados socialmente responsáveis, representado pelo ISE em relação a outros índices.

Este trabalho tem, assim, o objetivo de confrontar o desempenho de uma carteira teórica formada pelas ações que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com o desempenho das carteiras teóricas que formam o Índice Bovespa (IBOV) e o Índice Governança Corporativa (IGC), avaliando a seguinte questão:

O retorno do ISE (Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial) é semelhante aos demais índices: IBOV (Índice Bovespa) e o IGC (Índice Governança Corporativa)?

Este estudo vai ser inicialmente desenvolvido a partir da revisão da literatura referente aos conceitos de desenvolvimento sustentável, da relação entre Responsabilidade Social Corporativa e desempenho financeiro e dos critérios de elaboração do Índice de Sustentabilidade Empresarial. Em seguida, irá apresentar a metodologia utilizada, as hipóteses, o desenvolvimento e os resultados da aplicação do modelo. Por fim, apresentará as conclusões e limitações do estudo.

REFERENCIAL TEÓRICO-EMPÍRICO

Sustentabilidade empresarial

A expressão sustentabilidade empresarial pode ser considerada, de maneira abrangente, como sendo sinônima de desenvolvimento empresarial sustentável, o qual permita satisfazer as necessidades presentes sem comprometer possibilidades das gerações futuras atenderem às suas próprias necessidades.

De forma mais específica, a sustentabilidade empresarial também pode ser encarada como uma função estratégica, pois endereça aspectos como busca de longevidade, sucesso de longo prazo e comprometimento com os públicos estratégicos da empresa; adicionalmente o conceito de sustentabilidade empresarial reconhece e abrange variáveis econômicas, sociais e ambientais.

A busca do crescimento econômico baseado em ações mais concretas voltadas ao uso racional de recursos naturais e uma sociedade melhor desenvolvida elevou-se à extrema relevância no mercado competitivo (BASSETO, 2007). Investidores passaram a avaliar melhor as empresas consideradas socialmente responsáveis. Ambientalistas e comunidades também estão mais atentos a ações empresariais que possam prejudicar o meio ambiente e à sociedade.

Dessa forma, as empresas devem prestar contas, não só aos acionistas e a credores, mas também a uma gama bem maior de interessados formando um público amplo identificado como stakeholders. Esse público situa-se em qualquer parte do mundo e faz suas reivindicações não só por meio da imprensa convencional, mas também através desse

megafone global chamado Internet (SAVITZ, 2007).

Sendo emergente, o conceito de sustentabilidade ainda não está consolidado. Ainda não há um consenso em relação ao seu conceito e à sua aplicabilidade, assim como no âmbito empresarial também o mesmo se encontra em fase de construção e adaptação.

Sabe-se, no entanto, que para a sustentabilidade o resultado financeiro não é o único e nem mesmo o mais importante critério de avaliação do sucesso empresarial. Os impactos econômicos, sociais e ambientais tornam-se informações imperativas ao seu público, os stakeholders.

Assim, sustentabilidade passa a significar gestão esclarecida e disciplinada – que, a propósito, é o fator mais importante que os investidores levam em conta e devem ter em vista nas suas decisões de investimento.

Embora o tema ainda sugira uma mudança de paradigma, não se espera que esta ocorra rapidamente. Ao contrário, trata-se muito mais de um processo de longo prazo em que as empresas incorporarão mecanismos em suas estratégias de acordo com seus recursos disponíveis.

Sumarizando, o desenvolvimento sustentável, com foco na sustentabilidade empresarial, pode oferecer inúmeras oportunidades de novos negócios que conciliam viabilidade econômica e ganhos sócio-ambientais.

Neste contexto, Rezende et al. (2006) destacam que a preocupação com o meio ambiente mediante um desenvolvimento sustentável, além de outras medidas responsáveis, como responsabilidade social e práticas de governança corporativa, está criando uma demanda, dentro do mercado financeiro para produtos voltados a esse nicho.

Responsabilidade social corporativa no contexto do desempenho financeiro

A atividade das empresas possui uma visão ética, complementar às suas visões econômica e legal. A natureza dessa visão econômica é vista sob a “ótica dos shareholders”, em que os gestores têm a função-objetivo de maximizar o retorno dos sócios ou acionistas da empresa. E a outra teoria que argumenta com base na “ótica dos stakeholders”, em que os gestores têm um compromisso ético de respeitar os direitos entre todas as partes interessadas direta e indiretamente pela empresa (MACHADO et al., 2003).

Neste contexto são discutidas as ações de responsabilidade social corporativa (RSC) realizadas pelas empresas. Segundo Carroll (1979) a RSC são as expectativas econômicas, legais, éticas e discricionárias que a sociedade possui em relação às empresas em determinado período de tempo.

De acordo com Rezende et al. (2007), pesquisas que envolvem RSC e desempenho financeiro têm sido baseadas em vários argumentos teóricos da administração moderna, a teoria dos stakeholders, ou dos grupos de interesse, e a teoria dos shareholders, ou da maximização do valor para o acionista.

Para a teoria dos stakeholders, a relação entre RSC e desempenho financeiro das empresas deveria ser positiva, pois demonstra que quanto maior o nível de responsabilidade social, melhor seria o desempenho financeiro da empresa, revelando a eficiência da administração.

Entretanto, para a teoria dos shareholders, há uma relação negativa entre RSC e desempenho financeiro, pois, com o custo adicional que a RSC traz, ocorre uma redução de valor da empresa caso o nível de responsabilidade social fosse alto.

Responsabilidade social corporativa e a teoria dos stakeholders

A visão da corrente dos stakeholders defende que os gestores têm deveres para com diversos grupos – clientes, fornecedores, empregados, comunidade –, todos eles afetados pelas decisões da firma (MACHADO et al., 2004).

A teoria que trata da relação positiva entre RSC e desempenho financeiro é a teoria dos stakeholders, a sua doutrina baseia-se na idéia de que o resultado final da atividade de uma organização empresarial deve levar em consideração os retornos que otimizam os resultados de todos os stakeholders envolvidos, e não apenas os resultados dos acionistas (FREEMAN, 1984).

De acordo com Wood (1991), as ações de responsabilidade social com base na teoria dos stakeholders se justificariam, pois considera-se que o conceito básico da RSC é que a atividade de negócios e a sociedade são entidades conectadas e não diferentes. Portanto, a sociedade tem certas expectativas em relação ao comportamento e resultados das atividades dos negócios das empresas.

Observa-se, então que a teoria dos stakeholders, em seu aspecto instrumental, aproxima-se do conceito de RSC (CARROL, 1979), uma vez que identifica vantagens estratégicas para adoção de uma administração voltada para os interesses de todos os grupos envolvidos direta e indiretamente nas atividades da empresa.

Sternberg (1999) e Jensen (2001) criticam negativamente a teoria dos stakeholders, fundamentando-se principalmente na falta de um objetivo principal, com clara conformação à teoria dos shareholders, em que uma única função-objetivo prevalece: a maximização da riqueza dos sócios ou acionistas. Sternberg (1999) critica a responsabilidade múltipla atribuída à empresa, que dificulta a existência de objetivos claros e de maior importância, pois cada grupo estabelece suas prioridades e define seus próprios objetivos, ocasionando vários problemas estratégicos para a empresa.

Para Jensen (2001), os múltiplos objetivos da teoria dos stakeholders são, na verdade, estratégias, e a criação de valor é o principal objetivo a ser seguido como referência pelas empresas. De acordo com o autor, a teoria não possui clareza de uma missão fornecida por um único objetivo corporativo, pois as “[...] companhias que adotam a teoria dos stakeholders acabarão passando por confusão gerencial, conflito, ineficiência, e talvez, fracasso corporativo”.

Responsabilidade social corporativa e a teoria dos shareholders

A teoria dos shareholders ou teoria da maximização da riqueza dos acionistas é ligada às teorias de finanças e de economia, para Brealey et al. (2000) o administrador financeiro deve agir em interesse dos proprietários, que têm como objetivo maximizar sua própria riqueza.

A teoria dos shareholders mostra uma relação negativa entre responsabilidade social e desempenho financeiro e argumenta que o alto nível de responsabilidades resulta em custos adicionais que colocam as empresas em desvantagem econômica em relação a outras

empresas que possuem menos ações e práticas de responsabilidade social (MCGUIRE et al., 1988).

Para Friedman (1970) os gastos com responsabilidade social podem estar adicionando custos aos stakeholders. Em uma entrevista em 2005, Friedman indagado sobre se a empresa deve ter responsabilidade social, mencionou:

Não. Deve gerar lucro. Se os donos quiserem usar os ativos para atender seus valores de responsabilidade social, tudo bem – afinal, estarão gastando o seu próprio dinheiro. Pode ser vantajoso para uma corporação chamar de responsabilidade social uma ação que, na verdade, visa beneficiar a própria empresa. Aliás, há mais marketing que substância na onda social das empresas.

Jones et al. (2001) dizem que a relação entre práticas de responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro é inconclusiva, porque, de acordo com o contexto, poderão existir correlações positivas e negativas entre o investimento em ações de responsabilidade social e o desempenho financeiro. Este tipo de correlação é motivo de discussão em diversos estudos acadêmicos, mas com resultados contraditórios.

Com base nas teorias que relacionam RSC e desempenho financeiro McWilliams et al. (2001) afirmam que os estudos empíricos tem sido inconclusivos, resultando relações neutras, positivas e negativas.

Investimentos socialmente responsáveis: o índice de sustentabilidade empresarial (ISE) - BOVESPA

Os Investimentos Socialmente Responsáveis (ISRs) começaram a ser importantes para aplicadores e tomadores de recursos. Investidores ao redor do mundo há alguns anos, começaram a procurar companhias socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para aplicar seus recursos financeiros.

Nesse contexto, a Bolsa de Valores de São Paulo (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 seja um referencial (“benchmark”) para os investimentos socialmente responsáveis, o ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial.

O ISE tem por objetivo 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.

Utilizando o conceito de Triple Bottom Line (TBL), o bottom line econômico, bottom line social e o bottom line ambiental, o ISE é o primeiro índice dessa natureza na América Latina. O ISE foi desenvolvido com o apoio do International Finance Corporation (IFC), organismo de financiamento do Banco Mundial, do Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (CES-FGV) e do Comitê Deliberativo do ISE, formado por participantes do mercado brasileiro. Aos princípios do TBL foram acrescentados critérios e indicadores de

governança corporativa, seguindo o modelo do índice da Bolsa de Johannesburg (BOVESPA, 2009).

É pré-requisito para participação no ISE, a ação ser uma das 150 mais negociadas da Bolsa e ter sido negociada em pelo menos 50% dos pregões dos últimos doze meses anteriores à formação da carteira. Não podem participar do ISE companhias que estejam sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial, ou ainda que tenham sofrido ou estejam sob prolongado período de suspensão de negociação (BOVESPA, 2009).

Desta forma, o ISE busca refletir o retorno de uma carteira composta dos ISRs do mercado de capitais brasileiro, servindo como referência de desempenho dessas empresas e atendendo a demanda dos investidores ao funcionar como um “selo de qualidade” para empresas socialmente responsáveis e sustentáveis. Adicionalmente, pretende estimular as demais empresas a utilizarem boas práticas de responsabilidade social e sustentabilidade (BOVESPA, 2009).

O impacto das práticas de sustentabilidade

O crescente debate quanto à importância das ações de responsabilidade social e de sustentabilidade ambiental adotadas pelas empresas vem motivando, no período recente, pesquisas destinadas a averiguar a existência (ou não) de uma associação entre o engajamento nessas atividades e os resultados corporativos alcançados. Uma revisão da produção teórica recente sobre o tema, contudo, indica que persistem ainda controvérsias sobre essa questão.

O debate remonta à década de 1970, quando Moskowitz (1972, apud ALEXANDER; BUCHHOLTZ, 1978) argumentava que empresas engajadas em atividades de responsabilidade social teriam apresentado melhores retornos do que índices de mercado como o Dow-Jones, enquanto Vance (1975, apud ALEXANDER; BUCHHOLTZ, 1978) obtinha correlações negativas entre ações de desempenho das ações no mercado financeiro e ações de responsabilidade social.

Em outro estudo, Ullmann (1985) concluiria que (a) a ausência de fundamentação teórica, (b) a definição inadequada dos termos empregados e (c) deficiências nas bases de dados empíricos empregadas explicaria porque os resultados obtidos em diferentes estudos se mantinham inconsistentes entre si.

Conforme Freeman et al. (2000) os resultados encontrados são apenas tentativas, pois as técnicas e fontes de dados ainda estão sendo desenvolvidas. Na mesma linha de pensamento, Jones et al. (2001) dizem que a relação entre práticas de responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro é inconclusiva, porque, de acordo com o contexto, poderão existir correlações positivas e negativas entre o investimento em ações de responsabilidade social e o desempenho financeiro. Este tipo de correlação é motivo de discussão em diversos estudos acadêmicos, mas com resultados contraditórios.

Garz et al. (2002), ao estender a análise para a questão da sustentabilidade, entretanto, argumentaram que “sustainability pays off” (“a sustentabilidade se paga” - tradução do autor). Esses autores propõem a formação de carteiras de empresas sustentáveis apropriando análises de fronteira eficiente de Markowitz (1952).

Tsoutsoura (2004) indica que a responsabilidade social corporativa está positivamente

relacionada ao alcance de melhores desempenhos financeiros e essa relação é estatisticamente significativa, suportando, portanto, a visão de que desempenho socialmente responsável pode estar associado à melhoria no lucro das empresas.

Um estudo sobre a literatura existente apresentado por Curran (2005) indica que cerca de 70% dos estudos apontariam uma relação positiva e estatisticamente significativa entre responsabilidade social e desempenho financeiro. Porém, os estudos empíricos dessa autora “demonstram as dificuldades existentes para fornecer evidências estatísticas fortes acerca da associação entre responsabilidade social corporativa e performances financeiras”.

Mais recentemente, no Brasil, algumas pesquisas têm tentado verificar os impactos dos investimentos sociais por parte das empresas. Bertagnolli et al. (2006) realizaram um estudo com o objetivo de determinar o nível de influência dos investimentos sociais e ambientais no desempenho econômico de empresas.

Segundo os autores, os resultados confirmam na amostra que tanto a receita líquida como o resultado operacional estão associados aos investimentos sociais e ambientais. Foi verificada uma relação positiva entre os indicadores sociais e o desempenho econômico das empresas, indicando que as organizações que são socialmente responsáveis estão obtendo retorno satisfatório dos investimentos.

Já em outro estudo, Rezende e Santos (2006) realizaram testes empíricos a respeito da superioridade da rentabilidade de fundos ISRs em relação a outros fundos. Os autores concluem que os ISRs brasileiros não possuem melhor rentabilidade que outros fundos de ações de outras empresas constantes do IBOV.

Porém, ressaltam os autores, o estudo não se apresenta muito conclusivo, pois apesar das empresas que são consideradas socialmente responsáveis, de acordo com os critérios de seleção dos fundos ISRs, não possuírem melhor desempenho, esse resultado pode ser influenciado por diversos fatores, tais como: nível de liquidez, tamanho das empresas e setor que atuam, dentre outros.

Desta forma, observa-se que os estudos realizados sobre desempenho financeiro de investimentos socialmente responsáveis, apresentam vários resultados, que em sua maioria indicam evidências de desempenho semelhante, entretanto ainda apresentam fragilidades e inconsistências.

METODOLOGIA

De acordo com a ótica da teoria dos shareholders, de que o papel principal das empresas é gerar lucros aos seus sócios ou acionistas (FRIEDMAN, 1970; SUNDARAM e IKPEN, 2001; BREALEY e MYERS, 2000; JENSEN 2001) e as visões conflitantes da teoria dos stakeholders (FREEMAN, 1984; DRUCKER, 1993), que mostra as empresas atendendo as necessidades dos principais stakeholders, ou grupos de interesse, melhorando sua reputação de tal forma que houvesse um impacto positivo no desempenho financeiro.

Já sob a teoria dos shareholders, refletida pela posição de Friedman (1970), o envolvimento da empresa em ações de RSC levaria a gastos desnecessários, resultando em custos adicionais e desvantagem competitiva, em relação à concorrência que não pratica essas ações sociais, desse modo a relação entre RSC e desempenho financeiro, seria negativa.

Entretanto, as evidências empíricas das teorias dos shareholders e dos stakeholders são inconsistentes e questionáveis, por isso a hipótese desse trabalho é que o desempenho econômico-financeiro dos investimentos socialmente responsáveis é semelhante aos investimentos convencionais.

Sendo assim, a hipótese apresentada inicialmente indica retorno semelhante, ou seja, a relação entre RSC e desempenho financeiro do Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE) não difere dos outros índices de ações, por terem critérios de seleção baseados em questões ambientais, sociais e éticas. A principal hipótese investigativa que objetiva responder ao problema principal é:

H_0 : O ISE possui retorno semelhante aos demais índices de ações: IBOV e IGC.

Coleta e tratamento de dados

Esta pesquisa trata-se de um estudo empírico-analítico. Os dados, sobre o Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE), Índice Bovespa (IBOV) e o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), foram obtidos por meio do banco de dados disponibilizados pela Economática®.

O motivo dessa escolha é que, segundo Bovespa (2009), os índices de ações IBOV e IGC, possuem outros critérios de seleção de melhores papéis. O IGC tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa, negociadas nos Níveis 1 ou 2 e Novo Mercado.

O IBOV é o indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. O IBOV é um índice da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) que mede a lucratividade de uma carteira hipotética das ações mais negociadas na BOVESPA. Cada ação integrante da carteira recebe um peso que varia de acordo com sua liquidez. Representam 80% do volume transacionado à vista nos doze meses anteriores à formação da carteira, e para que a sua representatividade se mantenha ao longo do tempo, é feita uma reavaliação quadrimestral.

Com a necessidade de dados históricos sobre o retorno mensal dos índices de ações, a amostra é representada por três índices de ações constituídos e em funcionamento de dezembro de 2005 a junho de 2010, considerando que novembro de 2005 é a data de lançamento do ISE.

Com intuito de testar a hipótese atribuída a esta pesquisa, as variáveis escolhidas para análise foram os retornos mensais do ISE, IBOV e IGC.

Para a normalização dos dados, calculou-se o logaritmo neperiano ao preço de fechamento das ações do mês atual divido pelo preço de fechamento das ações do mês anterior, conforme a expressão (1):

$$R_t = \ln \left[\frac{P_t}{P_{t-1}} \right] \quad (1)$$

Onde:

R_t : taxas de retorno do índice no período t ;

P_t : preço de fechamento do índice no período t ;

P_{t-1} : preço de fechamento do índice no período $t-1$.

O emprego do logaritmo neperiano (\ln) na determinação das taxas de retorno é aconselhável em função de, no mercado de capitais, os retornos dos ativos financeiros costumarem apresentar características típicas de log-normal.

Desta forma, o emprego do logaritmo neperiano visa transformar estas em uma distribuição normal, para uma melhor acurácia na realização do estudo.

RESULTADOS EMPÍRICOS

Análise exploratória dos índices de ações

Conforme apresentado na Tabela 1, o retorno mensal normalizado do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) médio foi de 0,011, sendo -0,286 o menor retorno do grupo e 0,168 o maior, com desvio padrão de 0,076, em torno da média; o retorno mensal normalizado do Índice Bovespa (IBOV) médio foi de 0,012, sendo -0,285 o menor retorno do grupo e 0,145 o maior, com desvio padrão de 0,074, em torno da média e a variável retorno mensal normalizado médio do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), conforme apresentado na mesma tabela, foi de 0,011, sendo -0,261 o menor retorno do grupo e 0,167 o maior, com desvio padrão de 0,076, em torno da média.

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis retorno mensal do ISE, IBOV e IGC

Estatística	ISE	IBOV	IGC
Mínimo	-0,286	-0,285	-0,261
Máximo	0,168	0,145	0,167
Média	0,011	0,012	0,011
Desvio-padrão (n-1)	0,076	0,074	0,076
Assimetria (Pearson)	-0,950	-1,153	-0,881

Em suma: não há evidências de desempenho superior do ISE em relação ao IBOV e ao IGC.

Testes de normalidade Jarque-Bera

Tabela 2: Teste de Jarque-Bera das variáveis retorno mensal do ISE, IBOV e IGC

Índice	Jarque-Bera Calculado	H_0 : Não existe normalidade na distribuição de probabilidade	Jarque-Bera Tabelado (5%)
ISE	22,492	Aceitou	5,991
IBOV	30,348	Aceitou	5,991
IGC	15,101	Aceitou	5,991

Conforme observado na Tabela 2, o teste de Jarque-Bera evidencia que estatisticamente a série de variáveis de retorno de todos os índices não é normalmente distribuída. Esse resultado provavelmente reflete as distribuições com assimetria observadas na Tabela 1.

Testes de esfericidade de Bartlett

Tabela 3: Teste de Bartlett das Variáveis Retorno Mensal do ISE, IBOV e IGC

Índice	Bartlett Calculado	H_0 : As variâncias não são significativamente diferentes.	Bartlett Tabelado (5%)
ISE X IBOV	0,032	Aceitou	3,841
ISE X IGC	0,000	Aceitou	3,841

Conforme os resultados observados na Tabela 3, o teste de Bartlett indica variâncias não significativamente diferentes entre os índices ISE e IBOV e ISE e IGC, ou seja, para ambos os casos, elas são similares e a suposição de variâncias homogêneas é mantida.

Testes não-paramétricos: Mann-Whitney

Como os testes não-paramétricos ou testes livres de distribuição não exigem que as amostras tenham distribuição normal e considerando que as amostras pesquisadas não atendem ao pressuposto da normalidade, serão realizados a seguir testes não-paramétricos de Mann-Whitney, que é usado para testar se duas amostras independentes provém de populações com médias iguais, como uma alternativa ao teste (t): duas amostras para média.

Esse teste pode ser aplicado como alternativa do teste de duas amostras para médias, pois não exige que as populações tenham a mesma variância (FIELD, 2009).

A seguir são demonstrados os testes de hipótese para diferenciação de duas médias aritméticas, utilizando o teste não-paramétrico de Mann-Whitney, com intuito de:

- comparar as médias do retorno mensal do ISE com a do IBOV;
- comparar as médias do retorno mensal do ISE com a do IGC.

Com o objetivo de avaliar se a média dos retornos de 55 meses do ISE pertencentes a μ_{ISE} é estatisticamente semelhante a μ_{IBOV} , pertencentes ao IBOV, aplicou-se o teste de Mann-Whitney para duas amostras.

Assim, admitindo-se o nível de significância α igual a 0,05, estabeleceram-se duas hipóteses:

$$H_0 : \mu_{ISE} = \mu_{IBOV}$$

$$H_1 : \mu_{ISE} \neq \mu_{IBOV}$$

Onde,

μ_{ISE} representa a média dos retornos mensais do ISE;

μ_{IBOV} representa a média dos retornos mensais do IBOV.

Tabela 4: Teste Mann-Whitney para a Variável Retorno Mensal IBOV

U	1491,000
Esperança	1512,500
Variância (U)	27981,250
p-valor (bilateral)	0,901
Alfa	0,05

Conforme representado na Tabela 4 que o p-value é igual a 0,901 na estatística do teste de Mann-Whitney, é maior que o nível de significância igual a 0,05, ou seja, a média dos retornos mensais referentes ao ISE (μ_{ISE}) não é estatisticamente diferente da média dos retornos mensais do IBOV (μ_{IBOV}).

Com objetivo de avaliar se a média dos retornos de 55 meses do ISE pertencentes a μ_{ISE} é estatisticamente semelhante a μ_{IGC} , pertencentes ao IGC, aplicou-se o teste de Mann-Whitney para duas amostras.

Dessa forma, admitindo-se o nível de significância, do teste de hipótese α , igual a 0,05, estabeleceram-se duas hipóteses:

$$H_0 : \mu_{ISE} = \mu_{IGC}$$

$$H_1 : \mu_{ISE} \neq \mu_{IGC}$$

Onde,

μ_{ISE} representa a média dos retornos mensais do ISE;

μ_{IGC} representa a média dos retornos mensais do IGC.

Tabela 5: Teste Mann-Whitney para a Variável Retorno Mensal IGC

U	1504,000
Esperança	1512,500
Variância (U)	27981,250
p-valor (bilateral)	0,962
alfa	0,05

Conforme representado na Tabela 5 que o p-value é igual a 0,962 na estatística do teste de Mann-Whitney, é maior que o nível de significância igual a 0,05, ou seja, a média dos retornos mensais referentes ao ISE (μ_{ISE}) não é estatisticamente diferente da média dos retornos mensais do IGC (μ_{IGC}).

Os principais resultados demonstrados por meio da estatística descritiva, referente ao retorno médio normalizado dos 55 meses – dezembro de 2005 a junho de 2010 – do ISE (0,011), do IBOV (0,012) e do IGC (0,011) proporcionam evidências que tornam possível a confirmação da hipótese do trabalho.

Todavia, vale ressaltar que a amostra das médias das rentabilidades mensais dos índices estudados não possui distribuição normal, portanto, não atendendo ao pressuposto da normalidade. Como alternativa, utilizou o teste não-paramétrico de Mann-Whitney, por meio dos resultados encontrados, pode-se confirmar a hipótese de que o retorno médio do índice de sustentabilidade empresarial é estatisticamente igual a dos demais índices de ações. Dessa forma, todos os testes empíricos realizados nessa pesquisa indicam que o retorno do ISE é semelhante aos retornos dos outros índices de ações.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisou a relação entre o retorno do ISE em relação ao retorno dos outros índices, especificamente o IBOV e IGC. Os resultados decorrentes do teste empírico realizado nesse trabalho geraram um conjunto de evidências que ampliam a discussão sobre a relação entre retorno financeiro e adoção de práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Porém, é importante ressaltar que as evidências encontradas e discutidas nesta pesquisa devem ser consideradas respeitando os limites, da metodologia aplicada e da amostra utilizada.

As evidências encontradas permitem algumas conclusões, de acordo com a questão inicialmente levantada. Os resultados originados pelas investigações empíricas, por meio do teste de Mann-Whitney, confirmaram a hipótese principal, levantada neste trabalho, de que o ISE possui retorno semelhante aos outros índices de ações, no caso o IBOV e o IGC.

Em síntese, de forma geral, com base nos indicadores utilizados para amostra analisada, não foi possível captar vantagens significativas para adoção de práticas responsabilidade social corporativa, no caso, tangibilizadas pela participação no ISE, e consecutiva vantagem competitiva decorrentes dessa adoção. Estes resultados estão em consonância com os achados da pesquisa de Rezende et al. (2007), porém estão em desacordo com os resultados gerais de Bertagnolli et al. (2006).

Apesar dos resultados obtidos e das conclusões apresentadas, deve-se levar em consideração a limitação da pesquisa referente ao relativo curto período de estudo (55 meses) para os índices de ações utilizados na pesquisa. Esta utilização ocorreu devido à necessidade de se trabalhar com uma base de dados homogênea e pelo fato que o ISE surgiu no Brasil recentemente, em novembro de 2005.

De acordo com as relações identificadas nesta pesquisa, bem como nas conclusões e limitação apresentada, sugere-se, para o desenvolvimento de novas pesquisas, replicações futuras, considerando novos períodos e a utilização de outros critérios de RSC, tais como fundos de investimentos, comparação com outros índices e formas alternativas de avaliação de desempenho financeiro.

REFERÊNCIAS

- ALEXANDER, G. J., BUCHHOLZ, R. A. **Corporate social responsibility and stock market performance.** Academy of Management Journal, v. 21, n. 3, 1978, p. 479-486.
- BASSETTO, L. I. **A sustentabilidade empresarial: um estudo baseado no relatório de uma concessionária de energia.** / Luci Ines Bassetto. Dissertação de mestrado - Ponta Grossa: [s.n.], 2007.
- BERTAGNOLLI, D. D. O.; OTT, E.; DAMACENA, C. **Estudo sobre a Influência dos**

- Investimentos Sociais e Ambientais no Desempenho Econômico das Empresas.** In: Congresso USP de Controladoria E Contabilidade, 6, 2006, São Paulo. Anais do VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: FEA/USP, 2006.
- BORBA, P. R. F.. Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil.** 127 f. Dissertação (mestrado em administração), Faculdade de economia, administração e contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/>>. Acesso em: 12 jun. 2009.
- BOVESPA. Índice de Sustentabilidade empresarial – ISE** <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 12 jun. 2009.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. Principles of corporate finance.** 6th. Ed. Boston: The Irwin/McGraw-Hill, 2000.
- CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva.** Revista de Administração da USP (RAUSP), São Paulo, v. 37, n. 3, p.19-32, jul./set. 2002. **Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa.** São Paulo: Bovespa Abril/2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 12 jun. 2009.
- CARROL, A. A three-dimensional conceptual model of corporate performance.** Academy of Management Review. Vol. 4, n. 4, p. 497-505, out. 1979.
- CASELANI, C.N.; EID JR., W. A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a volatilidade da ações negociadas no Brasil.** ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, 2005. Anais. Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.
- CAVALCANTE, L. R.; BRUNI, A. L.; COSTA, F. J. Sustentabilidade empresarial e valor das ações: uma análise na bolsa de valores de São Paulo.** In: RGSA – Revista de Gestão Social e Ambiental Jan. – Abr. 2009, V.3, Nº.1, p. 70-86.
- COLLIS, J. HUSSEY, R. Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação.** 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- CRESWELL, J. W. Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto.** 2.ed. Porto Alegre: Artmed, 2007.
- CURRAN, M. M. Assessing the rate of return of the adoption of corporate social responsibility initiatives.** 199 f. Tese (doutorado). Edinburgh Management School, University of Edinburgh, 2005.
- DRUCKER, P. F. Sociedade pós-capitalista.** São Paulo: Pioneira: 1993. 15
- FIELD, A. Descobrindo a estatística usando SPSS.** Tradução de Lorí Vialli. – 2.ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- FREEMAN, R. E. The politics of stakeholders theory: some future directions.** In: Business Ethics Quarterly, v. 4, n. 4, p. 409-422, 1984.
- FREEMAN, R. E.; McVEA, J. A stakeholder approach to strategic management.** In: Handbook of strategic management. Oxford: Blackwell Publishing, 2000. p. 189-207.
- FRIEDMAN, M. The Social Responsibility Of Business Is To Increase Its Profits.** The New York Times Magazine, 13 de setembro de 1970. Disponível em: <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>. Acesso em: 13 jun. 2009.
- GARZ, H.; VOLK, C.; GILLES, M. More gain than pain - SRI: Sustainability Pays Off.** 2002. Disponível em:

<http://indexes.dowjones.com/mdsidx/downloads/SRI_Empirical_1102_e.pdf>. Acesso em: 12 jun. 2009

GIL, A.C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GRIFFIN, J. J.; MAHON, J. **The corporate social performance and corporate financial performance debate: twenty-five years of incomparable research**. Business and Society. Chicago, v. 36, n. 1, p. 5-31, mar. 1997.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

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

JONES, R; MURRELL, A. **Signaling corporative corporate social performance: an event study of family-friend firms**. Disponível: <<http://bas.sagepub.com/cgi/reprint/40/1/59>>. Acesso em: 13 jun. 2009.

KNOEPFEL, I. **Dow Jones Sustainability Group Index: A Global Benchmark for Corporate Sustainability**. Corporate Environmental Strategy, Vol. 8, Iss. 1 (2001).

LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; DA MOTTA, L. F. J. **Governança corporativa: existem evidências empíricas de impactos** - Encontro Brasileiro de Finanças, 5. Anais. Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.

LEVINE, Ross. **Financial development and economic growth: views and agenda**. Journal of Economic Literature, v. 35, n. 2, p. 688-726, 1997.

LOPEZ, P. M.; GARCIA, A.; RODRIGUEZ, L. **Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index**. Journal of Business Ethics (2007) 75:285-300, 2007.

MACHADO, C. A. P.; ZYLBERSZTAJN, D. **A empresa socialmente responsável: o debate e as implicações**. Revista de Administração. São Paulo, v. 3, n. 39, p. 242-254, 2004.

MACHADO, C. A. P.; ZYLBERSZTAJN, D. **Responsabilidade social corporativa e a criação de valor para as organizações**. Working paper n. 03, 2003. Disponível em: <<http://www.eadfea.usp.br/wpapers/>>. Acesso em: 12 jun. 2009.

MARKOWITZ, H. **Portfolio Selection**. Journal of Finance, v. 7, p. 77-91, 1952.

MAY, P.; LUSTOSA, M. C.; VINHA, V. **Economia do meio ambiente: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

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

MCWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. **Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?** Strategic Management Journal. Vol. 21, n. 5, p. 603-609, 2000.

MOSKOWITZ, M. **Choosing socially responsible stocks**. Business and Society Review, v. 1, p. 71-75, 1972.

PAZINI, F.; SILVEIRA, S. **Adesão a práticas de governança corporativa e a percepção de risco das ações pelo mercado**. Mestrado em Administração, PUC-PR. Disciplina: Análise de Dados Quantitativos I, 2008.

REZENDE, I.A.C.; SANTOS, L.S.R. **Análise da rentabilidade e performance dos investimentos socialmente responsáveis: um estudo empírico no mercado brasileiro**. In: ENANPAD, 30., 2006, Salvador. Anais. Brasília: ANPAD, 2006.

- REZENDE, I.A.C.; NUNES, J. G; PORTELA, S. S. **Um estudo sobre o desempenho financeiro do índice Bovespa de sustentabilidade empresarial.** In: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade. v. 2, n. 1, art. 4, p. 71-93, 2007.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S; SOUSA, A. F. **Variáveis Influenciadoras da Governança Corporativa no Brasil: Análise Comparativa do IGC e do Ibovespa.** In: Encontro Brasileiro De Finanças, 10, 2005, São Paulo. Anais. São Paulo: SBF, 2005.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S; SOUSA, A. F. **Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: Avaliação da performance do índice de governança corporativa.** In: Revista de Gestão USP, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 55-72, outubro/dezembro 2005.
- SAVITZ, A. W. WEBER, K. **A empresa sustentável: o verdadeiro sucesso é o lucro com responsabilidade social e ambiental.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- SOCIAL INVESTMENT FORUM. Trends Reports 2006. Disponível em <http://socialinvest.org/resources/req/?fileID=7>. Acesso em 29 nov. 2010.
- SROUR, G. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras.** Encontro Brasileiro de Finanças, 2, 2002, Rio de Janeiro. Anais. Sociedade Brasileira de Finanças, 2002.
- STERNBERG, E. **The stockholder concept: a mistake doctrine. Foundation for Business Responsibility.** Leeds, Issue Paper, n. 4, nov. 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263144>. Acesso em: 12 jun. 2009.
- STROBEL, J. S.; CORAL, E.; SELIG, P. M. **Indicadores de sustentabilidade corporativa: uma análise comparativa.** In: Encontro Anual da Anpad, 28., Curitiba, 2004, Anais...Curitiba: ANPAD, 2004.
- SUNDARAM, A. K.; INKPEN, A. C. **The Corporate Objective Revisited. Thunderbird School of Management Working Paper,** out. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293219>. Acesso em: 13 jun. 2009.
- TSOUTSOURA, M. **Corporate social responsibility and financial performance.** Haas School of Business University of California at Berkeley. Projeto de finanças, Berkeley, California, mar. 2004. Disponível em http://www.haas.berkeley.edu/responsiblebusiness/documents/FinalPaperonCSR_PDFII.pdf. Acesso em Acesso em: 12 jun. 2009.
- ULLMANN, A. A. **Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms.** Academy of Management Review, v. 10, n. 3, 1985, p. 540-557.
- VANCE, S. C. **Are socially responsible corporations good investment risks?** Management Review, v. 64, p. 18-24, 1975.
- WOOD, D. J. **Corporate social performance revisited.** Academy of Management Review. V. 16, n. 4, p. 691-718, out. 1991.
- WRIGHT, C. **Social graces: should social factors be included in valuation models?** CFA Institute Magazine, Charlottesville, p. 42-47, May/June 2006.