

Um Estudo Sobre a Percepção dos Investidores e Potenciais Investidores do Mercado De Capitais Quanto à Consideração de Critérios Não Financeiros na Tomada de Decisão

RESUMO

O objetivo norteador desta pesquisa foi identificar se os investidores e os potenciais investidores divergem quanto à consideração de critérios não financeiros na sua tomada de decisão no mercado de capitais. Para atingir este objetivo, foi aplicado um questionário com os clientes cadastrados no banco de dados de uma empresa gestora de ativos financeiros em Recife e com os participantes dos eventos realizados pela Apimec na mesma cidade. A amostra da pesquisa foi de 169 participantes. Os dados foram coletados através de questionário estruturado e analisados por meio das análises descritiva e inferencial, com tratamento estatístico alicerçado nos Testes Qui-quadrado, Exato de Fisher e U de *Mann Whitney*. Os achados evidenciaram que os investidores e potenciais investidores divergiram parcialmente em relação a investir em empresas que não investem em ações sociais, visto que os potenciais investidores apresentaram um maior desinteresse em investir nas empresas que não possuem investimentos voltados para ações sociais (75%), enquanto que 50% dos investidores demonstraram não ter interesse em investir em empresas com essa característica.

Palavras – chave: Investidores; Potenciais Investidores; Critérios Não Financeiros

1 INTRODUÇÃO

A ideia básica Responsabilidade Social Corporativa (RSC) é que o negócio e a sociedade são entrelaçados, e a sociedade tem certas expectativas para um comportamento empresarial apropriado e com o resultado deste comportamento (Wood, 1991). Para Beurden e Gössling (2008), a RSC nasceu da necessidade das organizações em atenderem as demandas sociais, devido ao relacionamento da organização com os diversos públicos precisar ser mantido com ética e transparência, contemplando as esferas: ambiental, social, política, econômica e legal. Isto pode, por consequência, possibilitar a geração de emprego e renda, boas condições de trabalho, proteção ao meio ambiente, e também, a geração de valor para o acionista (HOLANDA, OLIVEIRA e CARDOSO, 2010).

A respeito desta questão, a Teoria dos *Stakeholders* embasa o atendimento da empresa ao desenvolvimento responsável, visto que isto é uma demanda requerida pelas suas partes interessadas. Freeman (1984) foi o primeiro autor a abordar esta teoria, quando preconizou a existência de várias partes interessadas nas atividades da empresa. Para Freeman (1984), além dos acionistas, que são os responsáveis pelo negócio, outras partes também possuem interesse na empresa e por isso devem ser atendidas na tomada de decisão empresarial. Assim, esta teoria reconhece a pluralidade de valores existentes na sociedade, em aspectos éticos, morais, ambientais (WERHANE e FREEMAN, 1999, FREEMAN, 1984).

Neste contexto, apresentam-se os Investimentos Socialmente Responsáveis (ISR) que representam investimentos que contemplam além dos aspectos econômicos, aspectos sociais, ambientais, e éticos, atendendo a mudança de visão da sociedade quanto às atividades das empresas (RENNEBOOG, HORST e ZHANG, 2008a). Estes investimentos ganharam destaque na composição dos fundos de investimento, surgindo como uma opção para os investidores que prezam pelo desenvolvimento econômico integrado aos cuidados com a sociedade e com o meio ambiente. Desta forma, é possível para os investidores utilizarem estas iniciativas empresariais como um dos critérios a serem considerados no processo de tomada de decisão. As empresas, com ações positivas relativas aos aspectos social e

ambiental, podem vir a ser contempladas na carteira de investimento, bem como, os investidores podem excluir aquelas que exercem ações danosas relativas a tais aspectos.

Em relação a esta temática, Benson e Humphrey (2008) avaliaram os determinantes na variabilidade dos fluxos de retorno entre fundos de investimentos com ISR e fundos sem ISR (também chamados de investimentos convencionais). Estes autores verificaram que os fluxos dos fundos que continham ISR eram menos sensíveis aos desempenhos passados, quando comparados aos fundos convencionais. Já Barreda-Tarrazona, Matallín-Sáez e Balaguer-Franch (2011) analisaram o comportamento do investidor quanto à preferência dos fundos socialmente responsáveis. Os autores identificaram que critérios como retorno e diversificação são direcionadores na tomada de decisão do investidor. Entretanto, constatou-se, também, que os investidores, quando informados sobre a natureza sustentável dos fundos, investem mais significativamente nos ISR's, bem como a visão favorável dos investidores sobre questões sustentáveis traduzem-se em investimentos mais significativos em ISR.

Observa-se assim, um comportamento diverso a respeito da preferência dos investidores pelos ISR ou em relação à rentabilidade dos mesmos. Em relação aos investidores, por vezes há a consideração dos critérios não financeiros para a tomada de decisão e por vezes não há esta consideração (BENSON E HUMPHREY, 2008; BARREDA-TARRAZONA, MATA LLÍN-SÁEZ E BALAGUER-FRANCH, 2011; VYVYAN, NG E BRIMBLE, 2007). Quanto às empresas, existem pesquisas que identificam uma relação entre práticas sustentáveis, valor de mercado e desempenho financeiro (LO e SHEU, 2007; SANTANA, PÉRICO e REBELATTO, 2006).

Em conformidade com o exposto, a pesquisa em questão teve como problemática o seguinte questionamento: **Estarão os investidores e os potenciais investidores divergindo quanto à consideração de critérios não financeiros na tomada de decisão no mercado de capitais?**

Este direcionamento da pesquisa justifica-se pelo fato de se querer identificar se há diferenças de critérios entre **investidores** e **potenciais investidores**, haja vista que os primeiros, de fato, aplicam seus recursos e os segundos, embora tenham a intenção de investir, até o momento não concretizaram essa ação. Em outras palavras, busca-se investigar se há diferenças entre a percepção sobre ISR de quem já está investindo no mercado para quem ainda não investe.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Responsabilidade Social Corporativa e Investimentos Socialmente Responsáveis

A Responsabilidade Social é tomada como um conceito amplo, no qual a empresa, preservando seus compromissos de negócio, cria métodos, planos e incentivos, para que, interna e externamente, consiga colaborar com as expectativas de equilíbrio e justiça da sociedade, excedendo as funções que estão estabelecidas em lei e os próprios interesses inerentes aos seus negócios (FISCHER, 2003).

A expressão Responsabilidade Social Corporativa começou a ser discutida nos anos 50, quando pela primeira vez foram questionadas quais responsabilidades perante a sociedade se deve esperar dos homens de negócios (BOWEN, 1953). Contudo, foi na década de 1960, que a definição de Davis (1960) sobre RSC expandiu-se e assumiu contornos mais claros. Nela, a Responsabilidade Social Corporativa refere-se às decisões e ações, tomadas pelos homens de negócios, por razões que vão além dos interesses econômicos e técnicos diretos.

Nessa mesma linha, McGuire (1963) afirmou que a utilização da Responsabilidade Social Corporativa supõe que as empresas não possuem apenas obrigações econômicas e legais, mas também responsabilidades para com a sociedade. O conceito de RSC alinha-se, portanto, com o preconizado pela Teoria dos *Stakeholders*, ao se defender que deve ser instituído na empresa um ambiente de geração de valor econômico, cabendo aos gestores desenvolver relações que unam esforços de todos os envolvidos para que o valor seja agregado às partes direta ou indiretamente relacionadas às companhias (FREEMAN, WICKS e PARMAR, 2004).

Os ISR representam, então, aqueles investimentos que contemplam em seu cerne aspectos econômicos e também sociais. Assim, os fundos de investimentos socialmente responsáveis são aqueles que contemplam empresas as quais se ajustam não somente às requisições legais quanto aos aspectos sociais e ambientais, mas, também, à expectativa da sociedade, sendo isto materializado pelas ações de RSC.

Este tipo de investimento apresenta-se como uma opção para as pessoas que prezam pelos valores sociais e ambientais, pois contemplam outros critérios, além dos financeiros, na tomada de decisão. Assim, este tipo de investimento possibilita a consideração, no processo de tomada de decisão, de aspectos relacionados à sociedade, ética, meio ambiente e governança corporativa (SANDBERG *et al.*, 2009; RENNEBOOG, HORST e ZHANG, 2008a; LEE *et al.*, 2010).

2.2 Origem e Características dos Investimentos Socialmente Responsáveis

Apesar de parecer ser um tema recente, os ISR datam de mais de 100 anos. A impressão de que os ISR são recentes decorre da notoriedade que as questões socioambientais tiveram por volta dos anos de 1960 e 1970, tais como: a Guerra do Vietnã, o boicote econômico aplicado a África do Sul decorrente da política do *Apartheid* e movimentos ambientalistas (VYVYAN, NG e BRIMBLE, 2007; MARCONDES, BACARJI, 2010; RENNEBOOG, HORST e ZHANG, 2008a).

O raciocínio que há por trás do ISR é que este tipo de investimento proporciona além da rentabilidade, ganhos não financeiros, visto que as empresas estão auxiliando a sociedade e o meio ambiente com suas práticas de RSC (RÉGIO, 2006). Neste sentido, os investidores em ISR perseguem dois objetivos: o financeiro (maximização da riqueza) e a responsabilidade social. (RENNEBOOG, HORST e ZHANG, 2008b).

Nos últimos anos, o número dos ISR vem aumentando consideravelmente. Dados de da *Experts In Responsible Investment Solutions* (EIRIS) mostram que no Reino Unido, de 2000 a 2010, foram criados 76 Fundos de Investimentos Responsáveis, chegando ao montante de 5,5 bilhões de libras esterlinas aplicado neste segmento (BALLESTERO *et al.*, 2012). No Brasil, de acordo com a BMF & BOVESPA (2012) os investimentos em ativos socialmente responsáveis cresceram 55,34% de 2006 para 22/02/2012. O aspecto negativo neste dado é que tais investimentos não possuem tanta representatividade do mercado de capitais nacional, visto que participam em menos de 1% do total de ativos negociados no país.

Devido à crescente demanda por estes ativos nos mercados, algumas bolsas de valores criaram índices para ajudar na decisão dos investidores e também para estimular as empresas a adotarem práticas sustentáveis (DOW JONES SUSTAINABILITY INDEXES, 2012).

O Índice de Sustentabilidade do *Dow Jones* – da Bolsa de Nova Iorque, o FTSE4Good da bolsa de Londres e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa são exemplos de indicadores voltados para a sustentabilidade empresarial. Para a construção destes índices são elencados critérios para selecionar as empresas e posteriormente são

aplicados questionários e realizadas entrevistas com as empresas selecionadas para classificá-las e constituírem o índice (OLIVEIRA, 2008).

O ISE da BMF & BOVESPA foi o quarto índice sustentável criado no mundo. O desempenho das empresas listadas na BMF & BOVESPA quanto ao aspecto da sustentabilidade empresarial é avaliado de acordo com os critérios de eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa (BMF & BOVESPA, 2012; MARCONDES e BACARJI, 2010).

A seleção de ativos, para a formação de carteiras com aspectos sustentáveis, ocorre semelhantemente a dos investimentos ditos como “convencionais”. A diferença está na utilização de mais critérios, além dos essencialmente utilizados como o econômico e o financeiro (GAY FUNG, LAW e YAU, 2010). Uma das técnicas para seleção dos ISR's é a opção de telas. Esta técnica consiste em realizar uma triagem das empresas, depois de feita uma análise, das mesmas, baseada em aspectos econômicos e financeiros. Esta triagem pode ser negativa, isto é, excluir da seleção a empresa cuja atividade tenha um aspecto negativo quanto à RSC, por exemplo, indústrias de tabaco e álcool. Já a triagem positiva baseia-se na inclusão de empresas na carteira, pelo desenvolvimento de atividades socialmente responsáveis (por exemplo, possuir projetos de preservação ambiental) (GAY FUNG, LAW e YAU, 2010; VYVYAN, NG e BRIMBLE, 2007).

Tratando-se da rentabilidade dos ISR, pesquisas analisam se estes são mais rentáveis do que os investimentos tidos como tradicionais. Oliveira (2008) retrata que não é possível afirmar tal suposição visto que as pesquisas não são consensuais, ora encontram evidência da maior rentabilidade e outras vezes, o resultado contrário. Evidenciando isto, Rezende *et al* (2005) avaliaram o desempenho dos fundos de investimento socialmente responsáveis brasileiros, através do Índice de Sharpe e identificaram que não existe diferença entre a rentabilidade destes fundos e dos fundos convencionais.

Já Macedo, Corrar e Siqueira (2012) identificaram que nos anos de 2005 a 2007, as empresas brasileiras listadas na BMF&BOVESPA, caracterizadas como sócio e ambientalmente apresentaram desempenho superior àquelas que não possuíam tal característica.

Assim, Neves (2002) enfatiza que as empresas socialmente responsáveis garantem lucros em longo prazo e defende o investidor de futuros prejuízos decorrentes de infrações legais. Esta conclusão foi em decorrência de uma pesquisa realizada pelo *Finance Institute for Global Sustainability* (FIGS) identificando que os fundos com investimentos socialmente responsáveis auferiram rendimento acima da média, em 2000.

3 METODOLOGIA

Este trabalho se fundamenta na metodologia desenvolvida no trabalho de LEMOS (2012). Desta maneira, relativo ao procedimento e ao objeto, foi realizado uma pesquisa de campo. E quanto aos objetivos, ela pode ser classificada como exploratória e descritiva.

3.1 População, Amostra e Coleta de dados

A população alvo desta pesquisa foi formada a partir de dois grupos: 1) Investidores e potenciais investidores cadastrados no banco de dados de uma corretora sediada em Recife; 2) Investidores e potenciais investidores presentes em dois eventos realizados pela Apimec (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais) em Recife, no mês de setembro de 2012.

Os dados foram coletados através de um questionário, sendo que este instrumento foi aplicado de duas formas: Para o grupo de respondentes cadastrados no banco de dados da corretora, os questionários foram enviados por *e-mails*; para o grupo presente nos dois eventos organizados pela Apimec, o questionário foi aplicado de forma presencial.

Os *e-mails* que foram enviados para os investidores e potenciais investidores que estavam cadastrados no banco de dados da corretora continham o *link* de acesso ao formulário eletrônico onde estavam as questões da pesquisa. Os e-mails foram enviados duas vezes no mês de agosto com acesso disponível até o dia 30/09/2012. O primeiro envio atingiu mais de 7.000 mensagens. Destas, 565 foram visualizadas e apenas 150 acessaram o link disponibilizado. No segundo envio, remeteu-se mais de 5.000 mensagens, obtendo-se 422 visualizações e 103 acessos. Ressalta-se o número de acessos não corresponde ao número de questionários respondidos, pois para validar as respostas era necessário no final do formulário “clique” em “Finalizar Pesquisa”. Desta forma, até o final do período em que o acesso ficou disponível foram respondidos 95 questionários.

Após coletados os questionários, alguns procedimentos foram realizados: 1) **verificação de duplicidade de participantes**, tendo como critério o e-mail dos respondentes, já que esta informação foi solicitada, tanto nos questionários enviados por e-mails quanto naqueles aplicados nos eventos; 2) **identificação dos potenciais investidores**, cuja resposta para o tipo de investimento era a opção de não investir. Tais respondentes foram identificados como potenciais investidores por estarem presentes em eventos relacionados aos investimentos praticados no mercado de capitais; 3) **exclusão dos questionários incompletos**

Assim, a amostra final da pesquisa foi composta por 169 respondentes, sendo 133 investidores e 36 potenciais investidores.

3.2 Instrumento de coleta de dados utilizado

O questionário desenvolvido foi baseado no trabalho de Vyvyan, Ng e Brimble (2007). Estes autores verificaram se comportamentos favoráveis às causas socioambientais traduzem-se na preferência de investimentos socialmente responsáveis. O questionário utilizado por Vyvyan, Ng e Brimble (2007) continha informações relativas aos dados demográficos dos respondentes e questões voltadas para identificar o interesse em investir de acordo com certas características de fundos de investimento, sendo estas características as seguintes: desempenho do fundo, taxas cobradas, classificação das empresas e fatores relacionados aos investimentos socialmente responsáveis. Nota-se que os autores contemplaram critérios financeiros (rentabilidade, risco) e não financeiros (aspectos de responsabilidade social corporativa).

Os critérios não financeiros foram fundamentados em ações de responsabilidade social corporativa e estabelecidos pela técnica de opção de telas. Esta técnica é usada na seleção de empresas para comporem fundos ISR, e esta seleção ocorre ou por meio da triagem positiva (seleção de empresas que possuem práticas de RSC) ou pela triagem negativa (exclusão das empresas que não atendem a RSC, por exemplo, empresas de álcool e tabaco). Desta forma, apresentaram-se, no questionário, características das empresas - que retratavam tanto a aplicação da RSC, como ações contrárias a RSC - e o respondente assinalava a sua intenção de investir em tais empresas de acordo com os aspectos fornecidos (VYVYAN, NG e BRIMBLE, 2007).

O questionário utilizado foi dividido em 3 grupos. O **grupo 1** continha questões demográficas. O **grupo 2** continha 12 questões, as quais retrataram as características de

empresas voltadas tanto para critérios financeiros (rentabilidade, risco, liquidez), quanto para critérios não financeiros (investimentos em ISR). Para estas questões, o pesquisado deveria indicar o seu grau de interesse em investir ou não de acordo com as características apresentadas. As questões do grupo 2 foram elaboradas a partir dos critérios utilizados por Vyvyan, Ng e Brimble (2007), conforme retratado anteriormente. As questões do **grupo 3** tinham o propósito de identificar a percepção dos investidores quanto a ISR e RSC, e a elaboração destas questões baseou-se na pesquisa desenvolvida por Silva *et. al* (2011) que identificou a percepção de discentes dos cursos de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco quanto ao alinhamento das metas de crescimento econômico das empresas à preservação do meio ambiente.

3.3 Hipótese avaliada

Segundo Renneboog, Horst e Zhang (2008a), os investidores destinam recursos aos investimentos socialmente responsáveis por acreditarem aumentar sua utilidade em relação a outros tipos de investimentos, devido ao fato dos ISR contemplarem aspectos não financeiros.

Nesse sentido, toma-se como pressuposto que esse aspecto relacionado aos ISR é percebido tanto por aqueles que realmente investem como também por aqueles que têm interesse no assunto, mas que ainda não realizaram nenhum tipo de investimento (potenciais investidores). Assim, pressupõe-se que **os investidores e os potenciais investidores não divergem quanto à importância dada às características não financeiras dos investimentos, considerando o contexto da responsabilidade social e sustentabilidade**, de tal forma que esta é a hipótese a ser avaliada neste estudo.

Esta hipótese foi testada consonante as seguintes assertivas:

H_0 : Os investidores e os potenciais investidores **não divergem** quanto à atribuição dada às características não financeiras dos investimentos, considerando o contexto da responsabilidade social e sustentabilidade.

H_1 : Os investidores e os potenciais investidores **divergem** quanto à atribuição dada às características não financeiras dos investimentos, considerando o contexto da responsabilidade social e sustentabilidade.

3.4 Tratamento dos dados

Os dados foram analisados segundo as análises descritiva e inferencial. Para a realização do tratamento e análise, foram utilizados os softwares Excel da Microsoft e a versão 19.0 do software *Statistical Package for the Social Sciences*. Estas análises foram feitas separadamente para cada amostra estudada: investidores e potenciais investidores.

A análise descritiva baseou-se na frequência das questões respondidas pelos pesquisados. Já a análise inferencial consistiu no cruzamento das variáveis da pesquisa, com base nos testes não paramétricos qui-quadrado e Exato de Fisher, e na comparação entre os dois grupos estudados utilizando do teste de U de *Mann Whitney*.

O teste U de *Mann Whitney* foi também utilizado para avaliar a hipótese de pesquisa sugerida. Quanto ao nível de significância adotou-se o nível de 5% para os três testes estatísticos e não paramétricos aplicados. Para os testes qui-quadrado e Exato de Fisher observou-se frequência atingida pelas células nos cruzamentos das variáveis.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva dos Dados - Dados Socioeconômicos

A análise deste bloco inicia-se com as questões referentes aos dados socioeconômicos dos respondentes, para que fosse possível identificar a composição da amostra referente ao gênero, idade, renda mensal em salário mínimo (SM), nível de escolaridade e natureza dos investimentos realizados.

A primeira questão exposta aos respondentes foi referente ao gênero. Observou-se conforme consta na Tabela 1, que a maioria da amostra analisada é composta por homens, com 77,5% de respondentes do gênero masculino.

Tabela 1 – Gênero

		Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	% Total
Gênero	Feminino	24	18	14	39	38	22,5
	Masculino	109	82	22	61	131	77,5
Total		133	100	36	100	169	100

A composição da amostra quanto à idade é evidenciada na Tabela 2. Observa-se que há certa concentração dos respondentes na faixa de 46 a 65 anos, com 35,5% dos dados válidos, 24,9% dos respondentes estão no intervalo de 27 a 35 anos, 18,9% com idade menor que 27 anos, 16 % da amostra apresentam-se na faixa dos 36 a 45 anos e por último estão às pessoas com mais de 65 anos, representando 4,7% da amostra estudada.

Tabela 2 – Idade

		Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	% Total
Idade	Menor que 27 anos	17	13	15	42	32	18,9
	De 27 a 35 anos	31	23	11	31	42	24,9
	De 36 a 45 anos	23	17	4	11	27	16
	De 46 a 65 anos	54	41	6	17	60	35,5
	Maior que 65 anos	8	6	0	0	8	4,7
Total		133	100	36	100	169	100

Relativo à Renda Mensal, foi investigado junto aos respondentes qual o intervalo que correspondia à renda mensal dos mesmos, em salários mínimos (SM). Conforme apresentado na Tabela 3, 27,2% da amostra encontram-se na faixa entre 11 a 20 salários mínimos, 26,6% dos dados válidos correspondendo à faixa de até 5 SM, já 25,4% da amostra válida encontram-se no intervalo entre 6 e 10 salários mínimos e 19,5% da amostra possuem a renda mensal de mais de 21 SM. Observou-se que 1,2% dos dados totais acerca desta questão não tiveram respostas.

Tabela 3 - Renda Mensal em Salários Mínimos (SM)

		Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Renda Mensal	Até 5 SM	24	18	21	58	45	26,6
	Entre 11 e 20 SM	32	24	11	31	46	27,2
	Entre 6 e 10 SM	43	32	3	8	43	25,4
	Mais de 21 SM	32	24	1	3	33	19,5
	Total	131	98	36	100	167	98,8
<i>Missing</i>		2	2	0	0	2	1,2
Total		133	100	36	100	169	100

Quanto ao nível de escolaridade, de acordo com a Tabela 4, a composição da amostra possui a predominância de pós-graduados com 44,4% dos entrevistados, 29,6% possuem nível

superior completo, 23,1% das pessoas têm nível superior incompleto e 3,0% com ensino médio.

Tabela 4 - Nível de Escolaridade

		Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Escolaridade	Ensino Médio	4	3	1	3	5	3
	Nível Superior Incompleto	21	16	18	50	39	23,1
	Nível Superior Completo	45	34	5	14	50	29,6
	Pós-Graduação	63	47	12	33	75	44,4
Total		133	100	36	100	169	100

Já relativo à natureza dos investimentos, conforme apresentado na Tabela 5, mais de 50% dos entrevistados possuem investimentos em ações e os realiza de maneira individual, sem aplicação em clubes e fundos de investimento. Verificou-se ainda que 16,6% dos investidores aplicam em outras formas de investimento que não se restringe a aplicações em ações e 8,3% dos investidores afirmaram depositar seus recursos em clubes de investimento. Por outro lado, 21,3% dos entrevistados afirmaram que no momento não possuíam investimentos. Estes foram caracterizados nesta pesquisa como **potenciais investidores**.

Tabela 5 - Natureza dos Investimentos

Natureza dos Investimentos	Total	%
Aplicação em ações de forma individual	90	53,3
Aplicação em ações em clube de investimentos	14	8,3
Aplicação em outra forma de investimentos	28	16,6
Não investe	36	21,3
Total	168	99,4
Missing	1	0,6
Total	169	100

4.2 Análise Descritiva Quanto à Percepção sobre ISR

Esta seção da análise descritiva atinge as questões 18 a 24. Estas procuraram identificar a percepção dos mesmos referentes aos ISR, responsabilidade social, a imagem das empresas que possuem responsabilidade social corporativa frente à sociedade e ao mercado de capitais, entre outras questões.

A questão 18 identificou se os investidores e potenciais investidores se consideravam socialmente responsáveis. Ao analisar os dados, conforme apresentados na Tabela 6, tem-se que 81,1% respondentes consideram-se totalmente socialmente responsáveis, enquanto que 18,3% são indiferentes à responsabilidade social.

Ainda sobre este questionamento, verificou-se na literatura existente que a partir da década de 1960 os movimentos realizados pela sociedade civil a respeito da preservação do meio ambiente e das causas sociais cresceram, bem como a realização por órgãos internacionais, a exemplo da ONU, de diversos eventos e confecção de documentos sobre este assunto (CARDOSO, BOEING e COELHO, 2012). Desta forma, a maior receptividade a esta causa pelos componentes da amostra desta pesquisa pode estar relacionada à expansão que esta discussão ganhou nas últimas décadas.

Tabela 6 - Posição referente à Responsabilidade Social

Consideração acerca da responsabilidade social	Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Indiferente a Responsabilidade Social	25	19	6	17	31	18,3
Totalmente Socialmente Responsável	107	80	30	83	137	81,1
Total	132	99	36	100	168	99,4
Missing	1	1	0	0	1	0,6
Total	133	100	36	100	169	100

Questionou-se também aos respondentes qual o posicionamento deles sobre os ISR. A Tabela 7 apresenta os resultados desta questão e evidencia resultado semelhante ao questionamento sobre a responsabilidade social: 81,7% dos respondentes afirmaram que são totalmente a favor dos investimentos socialmente responsáveis e 16,9% são indiferentes aos ISR.

Apesar de, no Brasil, os investimentos socialmente responsáveis representarem apenas 1% do total de ativos negociados, segundo dados da BMF&BOVESPA (2012), tem-se observado um crescimento destes investimentos desde 2006, segundo informações do mesmo órgão. De acordo com Ballesterio *et. al* (2012), no Reino Unido houve um crescimento destes investimentos, no período de 2000 a 2010; Renneboog, Horst e Zhang (2008a) ratificam isto ao retratarem que os ISR's estão em crescimento nos últimos anos, sendo isto reflexo da conscientização das pessoas acerca das causas sociais, ambientais, aspectos de governança corporativa e questões de cunho ético. A informação obtida com esta questão pode estar relacionada com o aumento da procura por este investimento, conforme as informações encontradas na literatura.

Tabela 7 - Posicionamento sobre Investimentos Socialmente Responsáveis

Posicionamento sobre Investimentos Socialmente Responsáveis (ISR)	Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Indiferente aos ISR	22	17	6	17	28	16,6
Totalmente a favor dos ISR	108	81	30	83	138	81,7
Total	130	98	36	100	166	98,2
Missing	3	2	0	0	3	1,8
Total	133	100	36	100	169	100

Inquiriu-se aos pesquisados se as empresas que investem em ações socioambientais possuem outros interesses que não correspondem de fato para a contribuição da melhoria da qualidade de vida da comunidade a qual está inserida. A Tabela 8 apresenta estes resultados, e percebe-se que a maioria dos respondentes concorda com esta assertiva, pois considerando os 46,7% que responderam “concordarem parcialmente” e os 12,4% que “concordam totalmente”, tem-se a maior parte da amostra. Por outro lado, aproximadamente 37% discordam, com 20,7% dos entrevistados discordando parcialmente e 16,6% discordando totalmente, 3,6% da amostra mostraram-se indiferentes a esta afirmação.

Tabela 8 - Interesse das empresas que investem em ações socioambientais

Investe na área social/ambiental com outros interesses	Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Concordo Parcialmente	60	45	19	53	79	46,7
Concordo Totalmente	19	14	2	6	21	12,4
Discordo Parcialmente	31	23	4	11	35	20,7
Discordo Totalmente	18	14	10	28	28	16,6
Indiferente	5	4	1	3	6	3,6
Total	133	100	36	100	169	100

Verificou-se também se os respondentes concordavam ou não que as empresas com projetos socioambientais possuem maior credibilidade junto à sociedade. A Tabela 9 apresenta o resultado desta questão, onde se tem que mais de 50% da amostra concorda totalmente com esta assertiva, 39,6% concordam parcialmente, nenhum respondente discordam totalmente, 4,1% discordam parcialmente e 5,3% são indiferentes.

Tabela 9 - Empresas com projetos socioambientais possuem maior credibilidade junto à sociedade

Empresas com projetos socioambientais possuem maior credibilidade junto à sociedade	Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Concordo Parcialmente	58	44	9	25	67	39,6
Concordo Totalmente	62	47	24	67	86	50,9
Discordo Parcialmente	6	5	1	3	7	4,1
Indiferente	7	5	2	6	9	5,3
Total	133	100	36	100	169	100

Procurou-se também identificar junto aos respondentes se eles concordavam ou não que as empresas com projetos socioambientais possuem maior credibilidade junto ao mercado de capitais. Observou-se, de acordo com os dados da Tabela 10 que mais da metade da amostra concorda de certa forma com a assertiva, pois 47,9% dos respondentes concordam parcialmente e 24,3% concordam totalmente. Aproximadamente, 11% dos entrevistados discordam com esta proposição, tendo-se 8,9% discordando parcialmente e 2,4% discordando totalmente, já 16% são indiferentes a este questionamento.

Tabela 10 - Empresas com projetos socioambientais possuem maior credibilidade junto ao mercado de capitais

Empresas com projetos socioambientais possuem maior credibilidade junto ao mercado de capitais	Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Concordo Parcialmente	64	48	17	47	81	47,9
Concordo Totalmente	32	24	9	25	41	24,3
Discordo Parcialmente	12	9	3	8	15	8,9
Discordo Totalmente	13	10	1	3	4	2,4
Indiferente	21	16	6	17	27	16
Total	132	99	36	100	168	99,4
Missing	1	1	0	0	1	0,6
Total	133	100	36	100	169	100

Por sua vez, a questão 23 teve como assertiva a proposição de que as empresas que investem em sustentabilidade agregam maior valor aos seus acionistas. Os dados obtidos referentes a este questionamento estão presentes na Tabela 11, onde se observa que a maior parte concorda com esta suposição, visto que 38,5% dos respondentes concordaram totalmente e 36,7% concordam parcialmente, os que discordam somam 8,9%, sendo que se dividem em 6,5% que discordam parcialmente e 2,4% os quais discordam totalmente, por fim, 14,8% mostraram-se indiferente a esta questão. Tem-se que 1,2% do total da amostra não responderam a esta proposição.

A concordância dos pesquisados de que as empresas sustentáveis agregam mais valor ao acionista, vista na Tabela 11, pode estar relacionada ao fato de que investimentos socialmente responsáveis aumentam a utilidade da tomada de decisão dos investidores quando realizam um investimento, já que contemplam aspectos financeiros e não financeiros (RÉGIO, 2006; RENNEBOOG, HORST e ZHANG, 2008b).

Tabela 11 - Empresas que investem em sustentabilidade agregam mais valor ao acionista

Empresas que investem em sustentabilidade agregam mais valor ao acionista	Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Concordo Parcialmente	50	38	12	33	62	36,7
Concordo Totalmente	49	37	16	44	65	38,5
Discordo Parcialmente	9	7	2	6	11	6,5
Discordo Totalmente	3	2	1	3	4	2,4
Indiferente	20	15	5	14	25	14,8
Total	131	98	36	100	167	98,8
Missing	2	2	0	0	2	1,2
Total	133	100%	36	100%	169	100

Procurou-se verificar se a ocorrência da prática da sustentabilidade deveria ocorrer no cotidiano, por exemplo, com consumo de vegetais orgânicos e reciclagem de lixo doméstico e não com a realização de investimentos no mercado de capitais. Assim, foi observado, conforme consta na Tabela 12, que a maior parte da amostra concordou com esta assertiva, visto que 36,1% concordaram totalmente e o mesmo percentual concordou parcialmente, 14,2% discordaram parcialmente e 8,9% discordaram totalmente e 4,7% foram indiferentes a este questionamento.

Esta observação acaba-se por se contrapor com os achados anteriores, visto que foi observada uma posição favorável aos ISR. Nesta proposição tanto os investidores quanto os potenciais investidores posicionam-se, de certa forma, a favor dos investimentos convencionais já que acreditam na prática da sustentabilidade no cotidiano.

Tabela 12 - Prática da sustentabilidade deve ocorrer no cotidiano e não nos investimentos no mercado de capitais

A prática da sustentabilidade deve ocorrer no cotidiano e não nos investimentos no mercado de capitais	Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Concordo Parcialmente	52	39	9	25	61	36,1
Concordo Totalmente	46	35	15	42	61	36,1
Discordo Parcialmente	20	15	4	11	24	14,2
Discordo Totalmente	9	7	6	17	15	8,9
Indiferente	6	5	2	6	8	4,7
Total	133	100%	36	100%	169	100

Por fim, verificou-se se os respondentes possuíam interesse em Companhias que não investem em ações sociais. Sendo assim, de acordo com os achados expostos na Tabela 13, tem-se que apenas 11,2% da amostra agregam muito valor a empresas que não investem em ações sociais, 33,7% possuem pouco interesse e a maioria, composta por 55,1%, afirmou que não tem interesse em investir em tais empresas.

Tabela 13 - Companhias que não investem em ações sociais

Companhias que não investem em ações sociais	Investidor	% Investidor	Potencial	% Potencial	Total	%
Sem Interesse	66	50	27	75	93	55,1
Pouco Interesse	52	39	5	14	57	33,7
Muito Interesse	15	11	4	11	19	11,2
Total	133	100	36	100	169	100

4.3 Associações Estatisticamente Significantes Relacionadas à Hipótese

Neste segundo bloco de análise, realizou-se o teste da hipótese formulada no estudo. Para tanto, cruzou-se as variáveis correspondentes às percepções dos dois tipos de respondentes (Investidores e Potenciais Investidores) acerca de seus interesses sobre os investimentos.

Assim, as variáveis estabelecidas, que versam sobre os interesses dos respondentes, são as seguintes: Consideração sobre RSC das empresas; Posicionamento sobre ISR; Interesse em Empresas que investem em ações sociais; Empresas com projetos socioambientais possuem maior credibilidade junto à sociedade; Empresas com projetos socioambientais possuem maior credibilidade junto ao mercado de capitais; Empresas que investem em sustentabilidade agregam mais valor ao acionista; Prática da sustentabilidade deve ocorrer no cotidiano e não nos investimentos no mercado de capitais; e Interesse em empresas que não investem em ações sociais.

A partir análise dos dados, através da aplicação do Teste *U de Mann Whitney*, verificou-se que de todas as variáveis selecionadas do questionário para a realização da hipótese, a **única resposta que contrariou a hipótese nula** (resposta não difere em relação ao tipo do

respondente) foi: **Interesse em investir nas empresas que não investem em ações sociais** (p -value = 0,020, vide Tabela 14). Para esta questão específica, a opinião dos investidores diverge da opinião dos potenciais investidores. Para todas as demais questões, verificou-se que os investidores e os potenciais investidores **não divergem** quanto à atribuição dada às características não financeiras dos investimentos, considerando o contexto da responsabilidade social e sustentabilidade

Tabela 14 - Teste U de Mann Whitney para os interesses sobre as Companhias que não investem em ações sociais

	Empresas que não investem em ações sociais
Mann-Whitney U	1.964,000
Wilcoxon W	2.630,000
Z	-1,948
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,020

Neste sentido, apresenta-se como se deu esta significância estatística encontrada. Estabeleceu-se uma escala do nível de interesse, para que os respondentes marcassem àquela que melhor representasse, em suas opiniões, o interesse dos mesmos sobre as empresas que não investem em ações sociais.

Percebeu-se, pela análise das respostas, que houve um equilíbrio por parte dos investidores quando afirmaram não possuir interesse ou possuir pouco interesse em investir em tais empresas (49,6% e 39,1, respectivamente). Por outro lado, observou-se que houve uma maior concentração por parte dos potenciais investidores (75%) quando estes afirmaram não possuir interesse em investir nas referidas empresas contra apenas 13,9% deste grupo que afirmaram possuir pouco interesse. Em outras palavras, os potenciais investidores possuem menos interesse em investir em empresas que não contemplam ações voltadas ISR do que os investidores.

Esse achado elucida as expectativas iniciais da pesquisa, uma vez que se buscava identificar se poderiam haver diferenças de critérios entre os **investidores** e os **potenciais investidores**, haja vista que os primeiros, de fato, aplicam seus recursos e os segundos, embora tenham a intenção de investir, até o momento não concretizaram essa ação.

Como se pôde perceber, exceto pelo aspecto comentado, o fato de se investir ou apenas de se ter a expectativa de investimento não altera a percepção dos respondentes a respeito da consideração de critérios não financeiros na tomada de decisão.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo precípuo identificar se os investidores e os potenciais investidores divergem quanto à consideração de critérios não financeiros na sua tomada de decisão no mercado de capitais.

Verificou-se a partir dos dados analisados que os investidores e potenciais investidores consideravam-se socialmente responsáveis e que são a favor dos Investimentos Socialmente Responsáveis. Por outro lado, observou-se também que estes respondentes concordam a respeito do fato de que as empresas que investem em ações socioambientais possuem outros interesses que não correspondem de fato para a contribuição da melhoria da qualidade de vida da comunidade a qual está inserida.

Os dados também levam a conclusão de que os entrevistados concordam com o posicionamento de que as empresas com projetos socioambientais possuem maior

credibilidade junto à sociedade e junto ao mercado de capitais. Verificou-se ainda que os respondentes concordam que as empresas que investem em sustentabilidade agregam mais valor ao acionista. Os principais achados desta pesquisa vão ao encontro dos estudos de Neves (2002) e Renneboog, Horst e Zhang (2008a).

A pesquisa buscou também verificar se os investidores e os potenciais investidores não divergem quanto à importância dada às características não financeiras dos investimentos, considerando o contexto da responsabilidade social e sustentabilidade. Os resultados do Teste *U de Mann Whitney* revelaram que a única resposta na qual a opinião dos investidores divergiu da opinião dos potenciais investidores foi relacionada ao interesse em investir nas empresas que não investem em ações sociais. O teste evidenciou que os potenciais investidores possuem menos interesse em investir em empresas que não contemplam ações voltadas ISR do que os investidores.

Esse achado elucidava as expectativas iniciais da pesquisa, uma vez que se buscava identificar se poderia haver diferenças de critérios entre os **investidores** e os **potenciais investidores**, haja vista que os primeiros, de fato, aplicam seus recursos e os segundos, embora tenham a intenção de investir, até o momento não concretizaram essa ação. Como se pôde perceber, exceto pelo aspecto comentado, o fato de se investir ou apenas de se ter a expectativa de investimento não altera a percepção dos respondentes a respeito da consideração de critérios não financeiros na tomada de decisão.

6 REFERÊNCIAS

- BARREDA-TARRAZONA, I.; MATALLÍN-SÁEZ, J. C.; BALAGUER-FRANCH, M^a R. Measuring Investors' Socially Responsible Preferences in Mutual Funds. **Journal of Business Ethics**. V.103, pp. 305–330, 2011.
- BALLESTERO, E., et al. Socially Responsible Investment: A multicriteria approach to portfolio selection combining ethical and financial objectives. **European Journal of Operational Research**. V. 216, pp. 487- 494, Agosto, 2012.
- BENSON, K. L.; HUMPHREY, J. E. Socially responsible investment funds: Investor reaction to current and past returns. **Journal of Banking & Finance**. V. 32, pp. 1850–1859, 2008.
- BEURDEN, P. van; GÖSSLING, T.. The Worth of Values – A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance. **Journal of Business Ethics**. V. 82, pp. 407-424, 2008.
- BMF&BOVESPA. **Índice de Sustentabilidade Empresarial**. 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 03 Out. 2012.
- BOWEN, H. R. **Social responsibilities of the businessman**. New York: Harper & Row, 1953.
- CARDOSO, A. D.; BOEING, F. COELHO, L. Desenvolvimento Sustentável: Mito ou Realidade na Emergência de um Novo Paradigma?. **Revista Eletrônica de Pesquisa e Docência**. N.º 7, Janeiro, 2012.
- DAVIS, K. Can business afford to ignore social responsibilities? **California Management Review**. Berkeley, v. 2, n. 3, p. 70-76, Spring 1960.
- DOW JONES SUSTAINABILITY INDEXES (DSJI). 2012. Disponível em: <<http://www.sustainability-indexes.com/index.jsp>>. Acesso em: 02 Out. 2012.
- FISCHER, R. M. **A responsabilidade pelo desenvolvimento**. São Paulo, 2003. Texto de Apoio à Prova de Erudição do Concurso para Professor Titular do Departamento de Administração da FEA/USP.
- FREEMAN, R. Edward. **Strategic management: A stakeholder approach**. Boston: Pitman Publish Inc. 1984.
- FREEMAN, R. E.; WICKS, A. C.; PARMAR, B. Stakeholder Theory and “The Corporate Objective Revisited”. **Organization Science**. V. 15, N.º 3, pp. 364-369, Maio-Junho, 2004.

- GAY FUNG, H.; LAW, S. A.; YAU, J. **Socially Responsible Investment in a Global Environment**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2010.
- HOLANDA, A. P; OLIVEIRA, J. D. de.; CARDOSO, V. I. da C. Criação de valor das organizações frente aos investimentos em responsabilidade social corporativa: um estudo do setor bancário brasileiro. In: X Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 10., 2010, São Paulo,. **Anais eletrônicos...** São Paulo: FEA/USP, 2010.
- LEE, D. D, et al. Socially responsible investment fund performance: the impact of screening intensity. **Accounting and Finance**. V. 50, pp. 351 – 370, 2010.
- LEMOS, L. V. Um Estudo sobre os Critérios Considerados pelos Investidores na Tomada de Decisão Relativa a Investimentos Sócio Ambientais. 2012. **Dissertação (Mestrado em Contabilidade)**. Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2012.
- LO, S. F.; SHEU, H. J. Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?. **Corporate Governance: An International Review**, V. 15, pp. 345–358, 2007.
- MACEDO, M. A. da S.; CORRAR, L. J.; SIQUEIRA, J. R. M. de. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas Socioambientalmente Responsáveis no Brasil. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. V. 9, pp. 13-26, Janeiro/Março, 2012.
- MARCONDES, A. W.; BACARJI, C. D. **ISE: sustentabilidade no mercado de capitais**. 1ª Ed. São Paulo: Report Editora, 2010. 173 p.
- MCGUIRE, J.W. **Business and society**. New York: McGraw-Hill, 1963.
- NEVES, M. **O novo mercado: do social ao ambiental**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais, 2002.
- OLIVEIRA, J. A. P. de. **Empresas na sociedade: sustentabilidade e responsabilidade social**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- RÉGIO, S. H. Sobre a Rentabilidade das Ações. In: **Responsabilidade Social das Empresas: A Contribuição das Universidades**. Vol. V. São Paulo: Peirópolis: Instituto Ethos, 2006.
- RENNEBOOG, L.; HORST, J. T.; ZHANG, C. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. **Journal of Banking & Finance**. V. 32, N. 9, Set. 2008a.
- _____. The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. **Journal of Corporate Finance**. V. 14, Abril. 2008b.
- REZENDE, I. A. C., et. al. Rentabilidade dos Fundos de Investimentos Socialmente Responsáveis: Um Estudo Empírico no Mercado Brasileiro. In: 5º Congresso USP Contabilidade e Controladoria, 5., 2005, São Paulo,. **Anais eletrônicos...** São Paulo: FEA/USP, 2005.
- SANDBERG, J., et al. The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. **Journal of Business Ethics**. V. 87, pp.519–53, 2009.
- SANTANA, N. B.; PÉRICO, A. E.; REBELATTO, D. A. do N. Investimento em Responsabilidade Sócio-Ambiental de Empresas Distribuidoras de Energia Elétrica: Uma Análise por Envoltória de Dados. **Revista Gestão Industrial**. V.02, Nº. 4, pp. 124-139, 2006.
- SILVA, T. da V., et. al. Crescimento econômico e preservação do meio ambiente: um estudo da percepção dos discentes de Ciências Contábeis e Administração da Universidade Federal de Pernambuco. **Revista de Ciências Administrativas**. V. 17, N.3, pp. 1001-1028, Fortaleza, Set/Dez, 2011.
- VYVYAN, V.; NG, C; BRIMBLE, M. Socially Responsible Investing: the green attitudes and grey choices of Australian investors. **Corporate Governance: An International Review**, V. 15. pp. 370–381. 2007.
- WERHANE, P, H; FREEMAN, R. E. Business ethics: the state of the art. **Journal of Management Reviews**. V.1, N.1, pp. 1–16. Mar. 1999.
- WOOD, D. J. Corporate social performance revisited. **Academy of Management Review**. Vol. 16, n. 4, p. 691-718, out. 1991.