



## Relação entre Saliência de Stakeholders e Desempenho Financeiro

### *The Relationship between Stakeholder Salience and Financial Performance*

Greici Sarturi<sup>1</sup>, Keysa Manuela Cunha de Mascena<sup>2</sup>, João Maurício Gama Boaventura<sup>3</sup> e Luis Eduardo Pilli<sup>4</sup>

#### RESUMO

Entender a relação entre a gestão de *stakeholders* e o desempenho organizacional permitiria aos gestores alocar, de forma mais eficiente, os recursos da empresa, priorizando os *stakeholders* mais importantes para o crescimento organizacional. Com vistas a contribuir com essa questão, este estudo objetiva analisar a relação entre a saliência do *stakeholder* e o desempenho financeiro da empresa. O modelo de saliência embasa-se na percepção dos gestores quanto a três atributos dos *stakeholders*: poder, legitimidade e urgência. A amostra é composta por 108 empresas brasileiras que fizeram ofertas públicas de ações nos anos de 2003 a 2013. Os dados foram coletados dos prospectos definitivos publicados pelas empresas e do banco de dados da Economatica®. Os procedimentos metodológicos foram realizados em duas etapas, sendo a primeira de análise de conteúdo e a segunda de teste da relação saliência-desempenho por meio da correlação de Pearson e de modelos de regressão múltipla. Os resultados mostram evidências de uma relação positiva e significativa da saliência dos *stakeholders* cliente e funcionário com o desempenho financeiro de longo prazo. Como contribuição, esse estudo testa, empiricamente, a relação entre a saliência e o desempenho financeiro no contexto brasileiro.

**Palavras-chave:** Saliência; Gestão de *stakeholders*; Desempenho financeiro; Análise de conteúdo.

#### ABSTRACT

*Understanding the relationship between stakeholder management and organizational performance would allow managers to allocate firm's resources more efficiently, and hence prioritize the most important stakeholders. With a view to addressing this issue, this paper aims to analyze the relationship between stakeholders' saliency and financial performance. The saliency model is based on the managers' perception of three stakeholders' attributes: power, legitimacy and urgency. The sample is made up of 108 Brazilian companies and the data were collected from the definitive prospectus of the companies that made public offers on shares in*

<sup>1</sup> Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), Rio Grande do Sul, Brasil.

E-mail: greicisarturi@hotmail.com  <http://orcid.org/0000-0002-6670-7565>

<sup>2</sup> Universidade de Fortaleza (UNIFOR), Ceará, Brasil.

E-mail: keysamascena@usp.br  <http://orcid.org/0000-0002-0844-500X>

<sup>3</sup> Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, Brasil.

E-mail: jboaventura@usp.br  <http://orcid.org/0000-0003-3070-2153>

<sup>4</sup> Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, Brasil.

E-mail: luispilli@gmail.com  <http://orcid.org/0000-0002-4416-6155>

2003 to 2013 from the *Economica*® database. The methodological procedures were carried out into two stages, at first we developed a content analysis and in the second we analyzed the salience-performance relationship by using Pearson's correlation and multiple regression models. Findings present evidence of a positive and significant relationship between the salience of customer and employee stakeholders between long term financial performance. As a contribution, this study empirically tests the relationship between salience and financial performance in the Brazilian context.

**Keywords:** *Salience, Stakeholder management, Performance, Content analysis.*

## 1 INTRODUÇÃO

Um dos principais objetivos da Teoria dos *Stakeholders* consiste em permitir que os gestores compreendam e gerenciem, de forma estratégica, os *stakeholders* da empresa (Zhao & Murrell, 2016; Harrison & Wicks, 2013; Tantalo & Priem, 2016; Frooman, 1999). Ao contribuir com esse objetivo, muitos estudos buscaram identificar quem são os *stakeholders* de uma empresa (por exemplo, Clarkson, 1995; Mitchell, Agle, & Wood, 1997; Phillips, Freeman, & Wicks, 2003) e qual o impacto deles em diferentes resultados organizacionais (para uma revisão, veja Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003). Embora a teoria tenha evoluído nesses aspectos, a adoção da gestão de *stakeholders* e o desempenho financeiro ainda é uma questão que necessita de aprofundamento (Zhao & Murrell, 2016; Egels-Zandén & Sandberg, 2010).

Diversos autores têm argumentado que empresas que gerenciam seus *stakeholders* apresentam melhor desempenho, uma vez que os *stakeholders* agirão conforme normas de reciprocidade (Bosse & Phillips, 2016), ou seja, à medida que a empresa atende suas demandas, os *stakeholders* contribuem para o alcance dos objetivos organizacionais (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010; Harrison & Wicks, 2013). Evidências empíricas têm reforçado essa relação, ao encontrar associações positivas entre *performance* financeira corporativa (CFP) e *performance* social corporativa (CSP) (Zhao & Murrell, 2016). A CSP normalmente é usada como *proxy* para avaliar o desempenho da organização no atendimento das demandas de seus diversos *stakeholders* (Boaventura, Silva, & Bandeira-de-Mello, 2012).

Os estudos que analisaram essa relação, com frequência, consideram a CSP como uma variável agregada, o que fornece poucas informações acerca da influência específica de cada *stakeholder* no desempenho. Entender essa relação permitiria aos gestores alocar, de forma mais eficiente, os recursos da empresa, focando naqueles *stakeholders* mais importantes para o crescimento organizacional. Assim, este estudo tem como objetivo analisar a relação entre a saliência de cada *stakeholder* e o desempenho financeiro da empresa.

Para a identificação da saliência dos *stakeholders*, foi utilizado o modelo de Mitchell, Agle e Wood (1997), que se embasa na percepção dos gestores quanto à posse de três atributos, poder, legitimidade e urgência, pelos *stakeholders*. Segundo Mitchell *et al.* (1997), são os gerentes da empresa que determinam quais *stakeholders* são salientes e, por isso, receberão atenção da administração. O modelo de Mitchell *et al.* (1997) tem sido amplamente utilizado na literatura para identificação e priorização de *stakeholders* (Mascena, Kim, Fischmann, & Corrêa, 2015), assim como para análise e gerenciamento de diferentes setores e tipos de empresas, como, por exemplo, Lähdesmäki, Siltaoja e Spence (2017), que avançaram teoricamente no modelo ao propor adequações para empresas familiares. Esse modelo, também, é considerado uma das contribuições mais significativas para o desenvolvimento das pesquisas de *stakeholders* (Neville, Bell, & Whitwell, 2011). Apesar de importante, os trabalhos que

buscam relacionar o modelo de saliência com o desempenho das empresas são escassos. Esforços nesse sentido podem ser observados nas pesquisas de David, Blomm e Hillman (2007), ao estudar a relação entre saliência e CSP, e Agle, Mitchell e Sonnenfeld (1999), que analisaram a relação entre saliência e CFP, porém não encontraram suporte empírico para a relação. Diante disso, ainda há oportunidades de se investigar a relação entre saliência e desempenho, o que reforça a importância do presente estudo.

Nesta pesquisa, foram analisados cinco *stakeholders* primários (acionistas, clientes, comunidade, fornecedores e funcionários) e a relação desses com o desempenho financeiro da empresa. Os resultados indicam que há uma associação positiva entre alguns grupos de *stakeholders* e o desempenho financeiro de longo prazo.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Teoria dos Stakeholders

A obra de Freeman (1984), intitulada *Strategic Management: a stakeholder approach*, colocou a Teoria dos *Stakeholders* em evidência na literatura de gestão (Frooman, 1999). Segundo Freeman (1984), *stakeholders* são indivíduos ou grupos que podem afetar ou ser afetados pela empresa na obtenção de seus objetivos.

Existem, na literatura, algumas classificações para o termo *stakeholders*, entre as quais a de Clarkson (1995), que os divide em primários e secundários. Os *stakeholders* primários são essenciais para a sobrevivência da organização, e os *stakeholders* secundários afetam ou são afetados por ela, porém não são vitais para sua sobrevivência. Freeman, Harrison e Wicks (2007) apontam os acionistas, os funcionários, os clientes, os fornecedores e a comunidade como *stakeholders* primários, e o governo, a mídia e os sindicatos como exemplos de *stakeholders* secundários. Os estudos que tentam identificar os grupos de *stakeholders* que influenciam as organizações não se limitam a organizações privadas, já que também incluem organizações públicas e as do terceiro setor (e.g., Gomes & Gomes, 2015).

A Teoria dos *Stakeholders* tem avançado na literatura em três dimensões: descritiva, instrumental, normativa (Donaldson & Preston, 1995). Na dimensão descritiva, a teoria apresenta um modelo que descreve o que a empresa é, considerando-a como uma constelação de interesses cooperativos e competitivos que possuem valor intrínseco. Na dimensão instrumental, que estabelece um quadro para examinar as conexões entre a prática de gestão dos *stakeholders* e a realização de vários objetivos de desempenho da empresa, admite-se que a gestão dos *stakeholders* pode resultar em desempenho superior da empresa. Na dimensão normativa, base fundamental da teoria, assumem-se as premissas de que os *stakeholders* têm interesses legítimos na empresa e de que seus interesses são de valor intrínseco (Donaldson & Preston, 1995).

Esta pesquisa insere-se na dimensão instrumental da teoria, pois analisa a relação entre a saliência percebida pelos gestores e o desempenho financeiro das empresas. Nesse sentido, a gestão de *stakeholders* busca integrar a ética e os negócios, visando à criação de valor para a empresa e para seus *stakeholders* (Freeman *et al.*, 2010). As sessões subsequentes apresentam o modelo de saliência e as questões referentes à gestão de *stakeholders* e ao desempenho financeiro.

### 2.2 Modelo de saliência de *stakeholders*

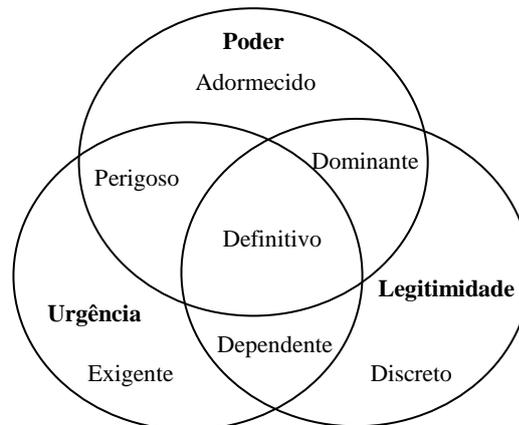
Mitchell *et al.* (1997) definem saliência como o grau pelo qual os gestores priorizam reivindicações concorrentes dos *stakeholders*. Nesse modelo, as classes de *stakeholders* são identificadas pela posse ou atribuição de um, dois ou três dos seguintes atributos: (1) o poder do *stakeholder* para influenciar a empresa, (2) a legitimidade de seu relacionamento com a empresa, e (3) a urgência de sua reivindicação.

O atributo poder pode ser definido como a probabilidade de um ator, dentro de uma relação social, realizar sua própria vontade, apesar da resistência (Weber, 1947). Os autores adotam a classificação de poder de Etzioni (1964), que considera o tipo de recurso usado para seu exercício: o poder coercitivo embasa-se nos recursos físicos de força, violência ou constrangimento, o poder utilitário tem base em recursos materiais ou financeiros e o poder normativo utiliza recursos simbólicos.

Para o atributo legitimidade, os autores adotam a definição de Suchman (1995, p. 574), para quem se trata de “uma percepção generalizada ou suposição de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas, ou apropriadas dentro de algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições”.

O atributo urgência, cuja adição contribui para mover o modelo de estático para dinâmico, é definido como o grau em que um *stakeholder* necessita de atenção imediata e só existe quando duas condições são atendidas: (1) quando o relacionamento ou a reivindicação é de natureza sensível ao tempo e (2) quando o relacionamento ou a reivindicação é importante ou fundamental para o *stakeholder*.

A combinação dos atributos poder, legitimidade e urgência dá origem a sete tipos de *stakeholders*, conforme a Figura 1.



**Figura 1.** Tipologia dos *stakeholders*  
Fonte: Mitchell *et al.* (1997, p.87)

A relevância do *stakeholder* será positivamente relacionada com o número acumulado de atributos percebido pelo gestor. As classes de baixa saliência são chamadas de latentes, uma vez que possuem apenas um dos atributos. Nessa classe, estão os *stakeholders* do tipo “adormecido”, com o atributo poder, “arbitrário”, que possui a legitimidade, e “reivindicador”, com o atributo urgência.

Os *stakeholders* moderadamente salientes são denominados expectantes e exercem influência na organização devido à posse de dois atributos: o tipo “dominante” possui os atributos de poder e legitimidade, o “dependente” tem os atributos urgência e legitimidade e o “perigoso” possui os atributos poder e urgência. A combinação dos três atributos constitui os *stakeholders* definitivos, que são os com maior saliência na percepção dos gestores. Finalmente,

não são considerados *stakeholders* os indivíduos ou as entidades que não possuam nenhum dos atributos.

### 2.3 Gestão de *stakeholders* e desempenho organizacional

Muitos estudos têm-se dedicado a entender a relação entre o gerenciamento dos *stakeholders* e os diversos resultados organizacionais. Para tanto, a CSP tem sido utilizada como *proxy* para avaliar o desempenho da organização no atendimento das demandas de seus diversos *stakeholders*, e a CFP é empregada para avaliar os resultados organizacionais (Boaventura et al., 2012).

Para Waddock e Graves (1997), um problema que preocupa os pesquisadores é a medição da CSP, a qual é um constructo multidimensional, com comportamentos que variam em função de uma variedade de entradas (por ex., investimentos em equipamentos de controle de poluição ou outras estratégias ambientais), de comportamentos internos ou processos (por ex., tratamento de mulheres e minorias, natureza dos produtos produzidos e relacionamentos com os clientes) e de saídas (por ex., relações com a comunidade e programas filantrópicos).

As limitações dos estudos empíricos que mensuram a CSP envolvem duas questões: a primeira refere-se a “quais” *stakeholders* avaliar, e a segunda relaciona-se a “como” avaliar o atendimento das demandas deles. Diferentemente da CSP, as variáveis usadas para a mensuração da CFP são facilmente encontradas na literatura (Boaventura et al., 2012).

Em seu estudo, Boaventura et al. (2012) identificaram que as variáveis mais utilizadas para mensurar CSP são meio ambiente, funcionários, comunidade, clientes, fornecedores e acionistas, ao passo que as variáveis financeiras mais utilizadas são ROA (*return on assets*), ROE (*return on equity*), crescimento de vendas, ROS (*return on sales*), margem de contribuição, Q de Tobin, participação de mercado, risco da firma, ROCE (*return on capital employed*), lucro operacional, fluxo de caixa e ganho por ação.

De acordo com Waddock e Graves (1997), as relações entre CSP e CFP podem ser abordadas quanto ao sinal do relacionamento, que indica se a associação é negativa, neutra ou positiva, e quanto à direção de causalidade, que avalia se a CSP influencia a CFP ou se a direção de causalidade é inversa a esta. Há, ainda, pesquisas que sugerem uma relação entre a CSP e a CFP em forma de U, ou seja, as empresas com baixa CSP têm maior CFP do que empresas com CFP moderada, mas as empresas com alta CSP têm maior CFP (Barnett & Salomon, 2012).

Orlitzky et al. (2003), por meio da técnica de meta-análise, avaliaram 61 pesquisas que tinham como objetivo a análise da relação CSP-CFP, cujos resultados encontraram que (1) a CSP é positivamente correlacionada com a CFP, (2) a relação tende a ser bidirecional e simultânea, (3) a reputação parece ser um importante mediador da relação, e (4) o não balanceamento dos *stakeholders*, o erro de amostragem e o erro de medição explicam entre 15% e 100% da variância dos estudos em vários subconjuntos de correlações de CSP-CFP (Orlitzky et al., 2003).

Alguns estudos apresentam, em suas análises descritivas, a relação entre os diferentes grupos de *stakeholders* e o desempenho da empresa, calculada pela variável retorno sobre ativos (ROA). Mishra e Suar (2010) apresentaram resultados positivos e significantes para os *stakeholders* clientes, funcionários, acionistas e fornecedores. Graves e Waddock (1999) e Choi e Wang (2009) encontraram relações positivas e significantes para os *stakeholders* clientes, funcionários e comunidade. Coombs e Gilley (2005) acharam resultados positivos e significantes para os *stakeholders* funcionário, comunidade e acionista, porém não encontraram associações significantes com clientes. Makni, Francoeur e Bellavance (2009), por sua vez, embora tenham encontrado relações positivas e significantes para os *stakeholders* funcionários

e comunidade, acharam uma relação negativa e significativa para o grupo de *stakeholders* clientes. Esses resultados indicam que há divergências na relação entre atendimento de *stakeholders* e desempenho financeiro, em função da amostra analisada.

Ainda que a literatura tenha apresentado avanços na avaliação da relação CSP-CFP, pouco se sabe acerca da relação entre saliência percebida e CFP. Agle *et al.* (1999) analisaram a relação entre os atributos dos *stakeholders* (poder, legitimidade e urgência), saliência, valores dos *chief executive officer* (CEO) e desempenho corporativo. Como resultado, demonstraram uma forte associação entre os atributos do modelo e a saliência do *stakeholder*, assim como algumas relações significantes entre valores do CEO, saliência e desempenho social corporativo, porém não encontraram apoio para a relação entre saliência e desempenho financeiro. Pode-se considerar, então, que o estudo dessa relação, em outros contextos, pode fornecer novas evidências e contribuir para a literatura de saliência de *stakeholders*.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre a saliência percebida pelos gestores e o desempenho financeiro de uma amostra de 108 empresas brasileiras. Para tanto, foram realizadas duas etapas metodológicas: análise de conteúdo e teste da relação saliência-desempenho.

A população estudada compreende 147 empresas que fizeram ofertas públicas de ações nos anos de 2003 a 2013, listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), denominada de B3 desde março de 2017 (doravante referida como Bolsa). A amostra final foi composta por 108 empresas, pois se avaliou o desempenho financeiro de longo prazo, e, no decorrer do tempo, algumas empresas não possuíam ações ativas na Bolsa devido a processos de fusões e aquisições que ocorreram no período.

#### 3.1 Análise de conteúdo

Esta etapa da pesquisa tem como objetivo analisar a saliência dos *stakeholders*, por meio do modelo de Mitchell *et al.* (1997), empregado para a classificação dos *stakeholders* quanto à posse dos atributos poder, legitimidade e urgência.

Para tanto, foram utilizados dados secundários provenientes dos prospectos definitivos de Distribuição Pública Inicial de Ações (do inglês *Initial Public Offering* – IPO) das empresas, disponíveis no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Optou-se pelo uso do prospecto como fonte de dados por dois motivos: por ser um documento de divulgação obrigatória, que deve cumprir as exigências legais de informações, o que o torna confiável e passível de comparação entre as empresas, e por esse conter informações relativas à estratégia, ou seja, “considerando que esta estratégia, em seus termos, indica o posicionamento da empresa para com seus *stakeholders*, o prospecto torna-se uma fonte relevante de informação para a identificação da saliência dos *stakeholders* conforme percebida pelos gestores” (Boaventura, Fontes, Sarturi, & Armando, 2017, p. 14). Assim, assumiu-se como premissa que os prospectos refletem a percepção dos gestores em relação aos *stakeholders* quanto aos atributos do modelo. Entre os anos de 2003 a 2013 — sendo 2003 o primeiro ano com prospectos disponíveis no sítio eletrônico da CVM —, um total de 147 empresas emitiram IPOs, todas elas incluídas na análise de saliência. Foram coletados os prospectos até o ano de 2013, e foram utilizadas *lags* na variável dependente de até 3 anos, de modo que, para as empresas que divulgaram o prospecto no ano de 2013, a coleta da variável retorno sobre ativos (ROA) foi até o ano de 2016.

Para a análise da saliência, empregou-se a metodologia desenvolvida por Boaventura *et al.* (2017), composta pelas seguintes etapas: (1) seleção das seções do documento para a análise de saliência, (2) definição das palavras-chave e (3) critérios de associação entre *stakeholder* e atributo. As seções utilizadas para a análise seguem as recomendações desses autores e incluem (1) Sumário da Oferta - um resumo da companhia e da sua estratégia, localizado no início do prospecto; (2) Fatores de Risco - riscos levantados pela companhia em relação ao seu negócio e à oferta de ações; (3) Análise setorial - dados sobre o mercado de atuação da companhia; e (4) Atividades - dados mais detalhados sobre a operação da companhia.

Foram analisados os *stakeholders* primários — acionistas, funcionários, clientes, fornecedores e comunidade (Freeman *et al.*, 2007), uma vez que esses *stakeholders* estão estritamente ligados à criação de valor das empresas (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010), e, por isso, são estrategicamente importantes para o desempenho. Ademais, esses são os *stakeholders* mais analisados na literatura (Sarturi, Seravalli, & Boaventura, 2015).

A Figura 2, a seguir, apresenta as palavras sugeridas por Boaventura *et al.* (2017) para a análise dos atributos de poder, legitimidade e urgência, as quais foram utilizadas nesta pesquisa, selecionadas por meio do dicionário analógico da Língua Portuguesa, que classifica as palavras e seus significados em áreas de uso chamadas de classes e as ramifica em 24 subáreas, denominadas divisões. Cada divisão possui diversos grupos analógicos que contêm as palavras da Língua Portuguesa referentes ao conceito que representam (Boaventura *et al.*, 2017).

Atributo	Classe	Divisão	Grupo analógico	Palavras selecionadas
Poder	I. Relações abstratas	VIII. Causa	Poder	Poder, força, controle, competência, virtude, compelir, poderoso, eficaz, eficiente, competente
			Influência	Pressão, domínio, influenciar, influente, popular, conhecido
	V. Vontade	II. Com ref. à sociedade	Autoridade	Cargo, hierarquia, presidência, administração, presidente, dominante, regente, dominador
			Compelir	Imposição, obrigação, vincular, forçar, obrigatório, compulsório, compulsivo, formal, obrigatoriamente
Legitimidade	V. Vontade	II. Com ref. à sociedade	Contrato	Contrato, transação, acordo, obrigação, compromisso, condição, cláusula, negociação, contratar, contratual
	VI. Afeições	IV. Morais	Direito	Direito, autorização, constituição, reclamante, reivindicador, recorrer, reivindicar, autorizado, justo
			Legalidade	Estatuto, estatutos, instituições, decreto, regulamento, regulamentação, legal, devido, vigente
	IV. Entendimento	I. Formação de ideias	Crença	Segurança, confiança, seguro, capacitado
Urgência	I. Relações Abstratas	VI. Tempo	Presteza	Agilidade, pontualidade, velocidade, adiantamento, urgência, antecipar, adiantar, pontual, antecipado
	V. Vontade	I. Individual	Necessidade	Essencial, principal, exigir, demandar, necessitar, útil, urgente, insubstituível
			Importância	Relevância, fundamental, importante, relevante, vital, fundamental, valioso, importância, proporção

			Pressa	Urgência, tempo, apressado, imediatamente
--	--	--	--------	---

**Figura 2.** Critérios da análise de conteúdo

Fonte: Boaventura *et al.* (2017, p.17).

A medida utilizada para calcular o grau de saliência de cada *stakeholder* é o número de incidências em que as palavras que representam um atributo estão próximas às palavras que representam um *stakeholder*, contidas em um mesmo parágrafo. Considera-se que, dificilmente, um mesmo parágrafo aborde mais de um tema ou mais de um *stakeholder*. A saliência é, portanto, a soma da frequência em que cada atributo está associado ao *stakeholder*, sendo que, quanto maior essa soma, maior a saliência do *stakeholder*. Para a análise dos prospectos, foi utilizado o *software* NVivo, versão 11.

### 3.2 Teste da relação saliência-desempenho

Esta etapa objetiva verificar a relação entre a saliência dos *stakeholders* e o desempenho financeiro da empresa. Os dados resultantes da etapa de análise de conteúdo foram utilizados para a mensuração da saliência, e os dados para o desempenho financeiro foram levantados da base de dados Economatica®. Para mensurar CFP, foi utilizada a variável ROA, que é a mais utilizada nos estudos que analisam a relação entre gestão de *stakeholders* e desempenho (Boaventura *et al.*, 2012). ROA é definido como lucro líquido dividido pelo total de ativos. A variável ROA foi coletada da base de dados Economatica® com *lags* de 1, 2 e 3 anos, contados a partir da data do IPO.

Foram incluídas duas variáveis de controle: tamanho e setor. Essas variáveis são amplamente utilizadas nos estudos devido à sua influência no CFP (Barnett & Salomon, 2012). O tamanho da empresa foi considerado pelo logaritmo natural do total de ativos. Quanto à variável setor, agruparam-se as empresas de acordo com a classificação de indústria, comércio, serviço, utilidades e bancos, obtendo-se 5 variáveis *dummies*. Os bancos foram classificados em um grupo diferente do de serviço, pois muitos estudos argumentam que essas empresas apresentam características e desempenho diferentes daqueles dos demais serviços (como argumentam, por exemplo, Viana Júnior, Marques, Domingos, & Ponte, 2017; Ramalho, Bortolon, & Macedo, 2017).

Para investigar as relações existentes entre saliência e CFP, empregou-se a técnica da correlação de Pearson, que mede o grau de correlação linear entre duas variáveis (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2009), e a regressão linear múltipla. A regressão múltipla foi estimada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). As premissas da regressão são a linearidade do fenômeno, a independência dos termos de erro, a variância constante do termo de erro, ou homocedasticidade, e a normalidade da distribuição dos termos de erro (Hair *et al.*, 2009, p. 159). A normalidade foi verificada pelo teste de Shapiro Wilk e a homocedasticidade dos resíduos, pelo teste de Breusch-Pagan. Segundo Hair *et al.* (2009), essas são as premissas com violação mais frequentes nos estudos. Conforme apresentado na seção de resultados, os dados da pesquisa não atenderam a essas duas premissas da técnica, em vista das características da amostra e dos dados coletados. Entretanto, o objetivo da pesquisa não é fornecer um modelo de previsão para o desempenho, uma vez que o ROA pode ser influenciado por diversas variáveis. Buscou-se, no modelo, encontrar evidências que reforcem uma relação entre a saliência e o desempenho financeiro.

A técnica de regressão, também, é sensível à multicolinearidade que foi analisada pelo fator de inflação da variância (*variance inflation fator* - VIF). A presença da multicolinearidade é verificada caso se obtenham elevados valores de VIF, cujo valor de referência é inferior a 10

(Hair et al., 2009, p.167). Os modelos utilizados para testar a relação entre saliência e CFP são apresentados nas Equações 1, 2, 3, 4 e 5.

$$ROA_{t+n} = \beta \text{Acionista}_t + \beta \text{Tam}_t + \beta \text{Setor}_t + \varepsilon \quad (\text{Equação 1})$$

$$ROA_{t+n} = \beta \text{Cliente}_t + \beta \text{Tam}_t + \beta \text{Setor}_t + \varepsilon \quad (\text{Equação 2})$$

$$ROA_{t+n} = \beta \text{Comunidade}_t + \beta \text{Tam}_t + \beta \text{Setor}_t + \varepsilon \quad (\text{Equação 3})$$

$$ROA_{t+n} = \beta \text{Fornecedor}_t + \beta \text{Tam}_t + \beta \text{Setor}_t + \varepsilon \quad (\text{Equação 4})$$

$$ROA_{t+n} = \beta \text{Funcionário}_t + \beta \text{Tam}_t + \beta \text{Setor}_t + \varepsilon \quad (\text{Equação 5})$$

em que:

ROA = retorno sobre ativo

Acionista = saliência do *stakeholder* acionista

Cliente = saliência do *stakeholder* cliente

Comunidade = saliência do *stakeholder* comunidade

Fornecedor = saliência do *stakeholder* fornecedor

Funcionário = saliência do *stakeholder* funcionário

Tam = tamanho

Setor = setor

A Figura 3 apresenta um resumo das variáveis utilizadas na análise e a sua respectiva origem:

Tipo	Variáveis	Fonte de coleta dos dados
Variável dependente	ROA	Economática®
Variáveis de interesse/ independentes	Saliência do acionista	Análise de conteúdo dos prospectos de IPO
	Saliência do cliente	Análise de conteúdo dos prospectos de IPO
	Saliência da comunidade	Análise de conteúdo dos prospectos de IPO
	Saliência do fornecedor	Análise de conteúdo dos prospectos de IPO
	Saliência do funcionário	Análise de conteúdo dos prospectos de IPO
Variáveis de controle	Tamanho – logaritmo natural de ativo total	Economática®
	Setor – empresas agrupadas em: indústria, comércio, serviço, utilidades e bancos.	Economática®

Figura 3. Variáveis da pesquisa

## 4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Estatísticas descritivas

A Tabela 1 apresenta a quantidade de empresas por setor de atuação, conforme a classificação da amostra em cinco setores: bancos, comércio, indústria, serviços e utilidades. O setor utilidades inclui três tipos de empresas: empresas de geração e transmissão de energia elétrica, empresas de água, esgoto e saneamento básico e empresas concessionárias de rodovias.

Tabela 1

#### Classificação em Setores

Setor	Frequência	Percentual	Percentual acumulado
Bancos	15	10,20	10,20
Comércio	17	11,56	21,77
Indústria	47	31,97	53,74

Serviços	56	38,10	91,84
Utilidades	12	8,16	100
<b>Total</b>	<b>147</b>	<b>100</b>	

Observa-se que o maior percentual de empresas está no setor de serviço, com 56 empresas, que representa 38,10% do total da amostra, seguido do setor indústria, com 47 empresas (31,97%).

#### 4.1 Resultados da análise de conteúdo

Nesta etapa, utilizou-se o modelo de saliência para a classificação dos *stakeholders* quanto à posse dos atributos poder, legitimidade e urgência. A saliência é mensurada mediante a soma dos escores de cada atributo, sendo que, quanto maior essa soma, maior a saliência do *stakeholder*. A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas referentes à saliência dos *stakeholders*, aos atributos poder, legitimidade e urgência e ao desempenho financeiro das empresas da amostra estudada.

Tabela 2

**Estatística descritiva**

Variável	Stakeholder	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Saliência	Acionista	147	16,85714	12,60409	0	83
	Cliente	147	39,50340	31,70916	0	177
	Comunidade	147	1,102041	2,316512	0	14
	Fornecedor	147	8,265306	8,590634	0	45
	Funcionário	147	7,326531	8,574543	0	44
Poder	Acionista	147	5,918367	4,514073	0	20
	Cliente	147	9,639456	8,50056	0	54
	Comunidade	147	0,251701	0,738784	0	5
	Fornecedor	147	1,673469	2,376146	0	12
	Funcionário	147	2,156463	2,957926	0	23
Legitimidade	Acionista	147	6,870748	6,5368	0	43
	Cliente	147	16,38776	15,4119	0	102
	Comunidade	147	0,428571	0,914121	0	5
	Fornecedor	147	3,625850	3,915566	0	21
	Funcionário	147	3,068027	4,145735	0	23
Urgência	Acionista	147	4,068027	3,524202	0	26
	Cliente	147	13,47619	10,66253	0	54
	Comunidade	147	0,421769	1,072222	0	6
	Fornecedor	147	2,965986	3,642246	0	18
	Funcionário	147	2,102041	2,650238	0	13
Desempenho financeiro	ROA t+1	120	0,033740	0,125715	-0,84525	0,485054
	ROA t+2	119	0,036699	0,095111	-0,40797	0,356281
	ROA t+3	108	0,015723	0,173831	-1,23963	0,235531

As médias da saliência, em ordem decrescente, são: cliente (39,5034), acionista (16,8571), fornecedor (8,2653), funcionário (7,3265) e comunidade (1,1020). As variáveis têm um elevado desvio-padrão. A alta variação para a saliência indica que os gestores percebem os

*stakeholders* de forma heterogênea, e têm diferentes percepções dos atributos dos *stakeholders*. Quanto às estatísticas descritivas dos atributos da saliência, observa-se que cliente e acionista, também, apresentam os maiores escores de poder, de legitimidade e de urgência.

#### 4.2 Resultados do teste da relação saliência-desempenho

Conforme exposto nos procedimentos metodológicos, para investigar as relações existentes entre saliência e CFP, foram analisadas as correlações e estimadas regressões com a variável financeira ROA. A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação entre a variável ROA, nos anos t+1, t+2 e t+3, e a saliência dos cinco grupos de *stakeholders*.

Tabela 3  
**Matriz de correlação**

	ROA t+1	Saliência Acionista	Saliência Cliente	Saliência Comunidade	Saliência Fornecedor	Saliência Funcionário
ROA t+1	1					
Saliência Acionista	-0,0307	1				
Saliência Cliente	-0,1302*	0,2366*	1			
Saliência Comunidade	0,1198*	-0,0129	-0,0655*	1		
Saliência Fornecedor	-0,2617*	0,0415	0,2304*	0,1039*	1	
Saliência Funcionário	0,0516	0,2989*	0,4937*	-0,0086	0,0344	1
	ROA t+2	Saliência Acionista	Saliência Cliente	Saliência Comunidade	Saliência Fornecedor	Saliência Funcionário
ROA t+2	1					
Saliência Acionista	-0,0338	1				
Saliência Cliente	-0,0526	0,2366*	1			
Saliência Comunidade	-0,0858*	-0,0129	-0,0655*	1		
Saliência Fornecedor	-0,0286	0,0415	0,2304*	0,1039*	1	
Saliência Funcionário	0,0717*	0,2989*	0,4937*	-0,0086	0,0344	1
	ROA t+3	Saliência Acionista	Saliência Cliente	Saliência Comunidade	Saliência Fornecedor	Saliência Funcionário
ROA t+3	1					
Saliência Acionista	0,0951*	1				
Saliência Cliente	0,1588*	0,2366*	1			
Saliência Comunidade	0,0507	-0,0129	-0,0655*	1		
Saliência Fornecedor	0,1277*	0,0415	0,2304*	0,1039*	1	
Saliência Funcionário	0,1369*	0,2989*	0,4937*	-0,0086	0,0344	1

\* p<0,05; \*\* p<0,01; \*\*\* p<0,001

Observa-se, na Tabela 3, que o ROA no ano t+1 apresenta uma correlação positiva e significativa com a saliência da comunidade e correlações negativa e significativa com a saliência do fornecedor e do cliente. O ROA no ano t+2 tem correlação positiva e significativa com a saliência do funcionário e correlação negativa e significativa com a saliência da comunidade. Por fim, o ROA no ano t+3 apresenta correlação positiva e significativa com a saliência do acionista, do cliente, do fornecedor e do funcionário. Em termos absolutos, os valores das correlações são baixos, sendo o maior coeficiente obtido de 0,4937 entre a saliência do

funcionário e do cliente. Quando considerada a variável ROA, a maior correlação em módulo seria a de -0,2617 entre fornecedor e ROA em t+1. No entanto, como as variáveis são de natureza diferente, as correlações significantes já indicam evidências de que existe associação entre as variáveis.

Tabela 4

**Modelo de regressão com a variável dependente ROA t+3**

Acionista	0,00311 (1,88)				
Cliente		0,00153** (-2,73)			
Comunidade			0,00228 (-0,35)		
Fornecedor				0,00301 (-1,52)	
Funcionário					0,00497* (-2,39)
Tamanho	-0,0302 (-1,97)	-0,0302* (-2,01)	-0,0273 (-1,76)	-0,0276 (-1,80)	-0,0276 (-1,83)
Comércio	0,0866 (1,04)	0,112 (-1,36)	0,0347 (-0,43)	0,0129 (-0,16)	0,112 (-1,33)
Indústria	0,0142 (0,22)	0,0423 (-0,65)	-0,0169 (-0,26)	-0,0345 (-0,54)	0,0662 (-0,94)
Serviço	0,0723 (1,08)	0,0941 (-1,42)	0,0339 (-0,52)	0,0319 (-0,49)	0,101 (-1,47)
Utilidade	0,0813 (1,11)	0,127 (-1,72)	0,0716 (-0,97)	0,0616 (-0,84)	0,156 (-1,95)
Constante	0,329 (1,38)	0,292 (-1,24)	0,369 (-1,53)	0,358 (-1,5)	0,267 (-1,12)
N	108	108	108	108	108
VIF médio	2,33	2,4	2,2	2,23	2,62
R2	0,1020	0,1343**	0,0717	0,0915	0,1204**
Homocedasticidade	Não	Não	Não	Não	Não
Normalidade	Não	Não	Não	Não	Não

Coefficientes na primeira linha. Estatística t entre parênteses.

\* p<0,05, \*\* p<0,01, \*\*\* p<0,001

Os resultados mostram que a correlação entre a saliência dos *stakeholders* e o desempenho financeiro é observada para mais grupos de *stakeholders* no longo prazo. Nesse sentido, a priorização dos *stakeholders* primários pode levar os gestores a direcionar esforços e recursos para satisfazê-los e pode contribuir para um melhor desempenho financeiro no longo prazo. Porém, enquanto a priorização dos *stakeholders* acionista, cliente, fornecedor e funcionário tornou-se significativa no longo prazo, a priorização do *stakeholder* comunidade apresentou alterações ao longo do tempo.

A comunidade é um *stakeholder* primário mais externo à organização e, portanto, os gestores podem ter uma percepção diferenciada de seus atributos. Os quatro *stakeholders* primários cliente, funcionário, acionista e fornecedor têm uma relação contratual estabelecida com a organização, o que envolve trocas e compromissos mútuos, ao passo que a relação com a comunidade pode não ser formalmente estabelecida, razão por que a percepção dos gestores quanto à sua saliência pode não impactar o desempenho no longo prazo.

Para analisar essa relação, estimaram-se modelos de regressão para cada um dos *stakeholders* nos diferentes tempos considerados para a variável financeira. Nos modelos, buscou-se analisar a relação entre a saliência de cada um dos *stakeholders*, na presença das variáveis de controle, considerando-se as demais condições constantes. Os modelos de regressão com a variável dependente ROA nos tempos t+1 e t+2 não apresentaram relação significativa entre a saliência dos *stakeholders* e o desempenho financeiro. Em função disso, na Tabela 4, estão apenas os resultados de ROA no tempo de t+3.

Os testes realizados com as variáveis em tempos t+1 e t+2, os dois anos posteriores ao IPO, não apresentaram resultados significantes para as variáveis de saliência de *stakeholders*. No entanto, observa-se, na Tabela 4, que, ao considerar o ROA em t+3, ou seja, três anos após a abertura de capital, obtiveram-se coeficientes positivos e significantes para a saliência dos *stakeholders* cliente e funcionário. Nesse sentido, a percepção dos *stakeholders* que devem ser priorizados pode ter influência no desempenho de longo prazo em função do *stakeholder* que está sendo considerado. Se a empresa prioriza o *stakeholder* e direciona suas estratégias para gerenciar o relacionamento com ele, pode obter um desempenho financeiro superior, caso o *stakeholder* contribua, de forma recíproca, com a empresa. Em função disso, é importante a análise da gestão de cada *stakeholder* de forma desagregada.

## 5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados desta pesquisa demonstram que a percepção dos gestores quanto à saliência do cliente e do funcionário tem relação positiva com o desempenho financeiro de longo prazo das empresas da amostra. A relação positiva entre o *stakeholder* cliente e a variável ROA é reportada, também, por Graves e Waddock (1999), Choi e Wang (2009) e Mishra e Suar (2010). Porém, esse resultado contraria os achados de Makni *et al.* (2009), que apontam para uma relação negativa entre cliente e CFP. Se, para o *stakeholder* cliente, há divergência com os resultados de estudos anteriores, para o *stakeholder* funcionário, os achados desta pesquisa alinham-se aos estudos de Graves e Waddock (1999), Choi e Wang (2009), Mishra e Suar (2010) e Makni *et al.* (2009), que apresentam uma relação positiva e significativa para funcionário e ROA.

Observa-se que o *stakeholder* cliente apresentou a maior saliência e, também, a maior magnitude de correlação. Segundo Priem (2007), os consumidores são *stakeholders* importantes na formação da estratégia, pois são essenciais para o sucesso da empresa. O autor

argumenta que, para a criação de valor da empresa, é essencial que os consumidores estejam dispostos a pagar pelos benefícios oferecidos por ela. Empresas em que seus gestores percebem o cliente como um *stakeholder* saliente podem estar mais propensas a oferecer melhores produtos e serviços, o que aumenta a disposição do cliente em consumir os produtos/serviços da empresa. A alta saliência percebida do cliente, que, conseqüentemente, levaria a um aumento do atendimento das demandas desse *stakeholder*, está associada à variável ROA, que reflete o desempenho da empresa.

Outro resultado interessante refere-se ao *stakeholder* funcionário, que apresentou a quarta maior saliência, conforme apresentado na Tabela 1, mas foi o segundo maior coeficiente na correlação com ROA. Estudos da Teoria Baseada em Recursos (RBV) e da Gestão Estratégica de Recursos Humanos (GERH) têm advogado a respeito do papel crítico dos funcionários na criação e na sustentação de vantagens competitivas (Coff & Kryscynski, 2011). Presumivelmente, as empresas com capital humano superior estão mais bem posicionadas para criar recursos e capacidades caracterizadas por especificidade de ativos, complexidade social e ambigüidade causal, o que as torna muito difíceis de serem imitadas (Coff & Kryscynski, 2011). Assim, empresas cujos gestores percebem os funcionários como *stakeholders* salientes podem obter bons resultados financeiros, uma vez que esse grupo de *stakeholders* tem um grande potencial para criar valor para outros *stakeholders* por meio do desenvolvimento de novas tarefas, novos serviços, produtos ou processos (Lepak, Smith, & Taylor, 2007).

Por fim, são os gestores que determinam a saliência devido à sua posição no centro do elo de contratos, ou seja, os gestores são os únicos que entram em uma relação contratual com todos os grupos de *stakeholders* (Mitchell *et al.*, 1997). Nesse sentido, a baixa saliência do *stakeholder* comunidade pode ser compreendida devido à fraca relação contratual que essa possui com a empresa, o que pouco contribui para que os gestores considerem a comunidade como um grupo de *stakeholders* prioritários. Portanto, buscar um maior engajamento com a comunidade pode contribuir para o estabelecimento de relações mais fortes que levem a uma maior percepção de saliência e a um maior impacto no desempenho financeiro.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre a saliência percebida pelos gestores e o CFP. Para tanto, foram realizadas duas etapas metodológicas: a primeira etapa foi uma análise de conteúdo para a identificação da saliência dos *stakeholders* primários (acionista, funcionário, cliente, fornecedor e comunidade), e a segunda etapa foi quantitativa, com vistas a averiguar a relação entre a saliência e o desempenho financeiro. Os resultados mostram evidências de uma correlação positiva e significativa da saliência dos *stakeholders* cliente, funcionário, acionista e fornecedor com o ROA considerado no longo prazo, ou seja, três anos após o IPO. Além dos testes de correlação, estimaram-se modelos de regressão múltipla que reforçaram a relação positiva e significativa para a saliência de dois *stakeholders*: cliente e funcionário.

Ressalta-se que o estudo dessa relação ainda é pouco explorado na literatura, registrando-se o estudo anterior de Agle *et al.* (1999), que não encontrou suporte para a relação entre a saliência e o desempenho. Como contribuição, este estudo testa, empiricamente, a relação entre a saliência e o desempenho financeiro no contexto brasileiro e evidencia que a saliência dos *stakeholders* cliente e funcionário apresentam uma relação positiva com o desempenho financeiro de longo prazo.

Esta pesquisa apresenta limitações, como é o caso das premissas da técnica de regressão, que não foram plenamente satisfeitas. Outra limitação refere-se à fonte de coleta de dados, pois,

embora o prospecto de IPO reflita as estratégias da empresa em relação aos seus *stakeholders* e, assim, a visão dos gestores quanto a eles, os gestores não foram questionados diretamente acerca de sua percepção de saliência.

Para futuras pesquisas, sugere-se a realização de um estudo longitudinal, a fim de se investigar a relação de causalidade entre a saliência e o desempenho financeiro, utilizando-se outras fontes de dados.

## REFERÊNCIAS

- Agle, B. R., Mitchell, R. K., & Sonnenfeld, J. A. (1999). Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and CEO values. *Academy of Management Journal*, 42(5), 507-525. Doi: <http://doi.org/10.2307/256973>
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.1980>
- Boaventura, J. M. G., da Silva, R. S., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). *Performance* financeira corporativa e *performance* social corporativa: desenvolvimento metodológico e contribuição teórica dos estudos empíricos. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 23(60), 232-245. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772012000300008>
- Boaventura, J. M. G., Fontes, L. G. P., Sarturi, G., & Armando, E. (2017). Critérios para identificação da saliência de *stakeholders* através da análise de conteúdo. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 9(2), 03-29.
- Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2016). Agency theory and bounded self-interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276-297. Doi: <https://doi.org/10.5465/amr.2013.0420>
- Coff, R., & Kryscynski, D. (2011). Invited editorial: drilling for micro-foundations of human capital-based competitive advantages. *Journal of Management*, 37(5), 1429-1443. Doi: <https://doi.org/10.1177/0149206310397772>
- Coombs, J. E., & Gilley, K. M. (2005). Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: main effects and interactions with financial performance. *Strategic Management Journal*, 26, 827-840. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.476>
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117. Doi: <https://doi.org/10.2307/258888>
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895-907. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.759>
- David, P., Bloom, M., & Hillman, A. J. (2007). Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 28(1), 91-100. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.571>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91. Doi: <https://doi.org/10.2307/258887>
- Egels-Zandén, N., & Sandberg, J. (2010). Distinctions in descriptive and instrumental stakeholder theory: a challenge for empirical research. *Business Ethics: A European Review*, 19(1), 35-49. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2009.01577.x>
- Etzioni, A. (1964). *Modern organizations*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. New Haven & London: Yale University Press.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: the state of the art*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Frooman, J. (1999). Stakeholder influence strategies. *Academy of Management Review*, 24(2), 191-205. Doi: <https://doi.org/10.2307/259074>
- Gomes, R. C., & Gomes, L. D. O. M. (2015). In search of a stakeholder management theory for third sector organizations. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(1), 43-60.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1999). A look at the financial-social performance nexus when quality of management is held constant. *International Journal of Value-Based Management*, 12(1), 87-99. Doi: <https://doi.org/10.1023/A:1007770406555>
- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2009). *Multivariate data analysis*. 7th ed. Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Harrison, J. S., Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2010). Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 31(1), 58-74. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.801>
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97-124. Doi: <https://doi.org/10.5840/beq20132314>
- Lähdesmäki, M., Siltaoja, M., & Spence, L. J. (2017). Stakeholder salience for small businesses: asocial proximity perspective. *Journal of Business Ethics*, 1-13. Doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3707-z>
- Lepak, D. P., Smith, K. G., & Taylor, M. S. (2007). Value creation and value capture: a multilevel perspective. *Academy of Management Review*, 32(1), 180-194. Doi: <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.23464011>
- Mascena, K. M. C., Kim, J., Fischmann, A. A., & Corrêa, H. L. (2015). Priorização de stakeholders: contribuição dos estudos teóricos e empíricos. *Revista de Administração da UFES*, 8, 42-59. Doi: <http://dx.doi.org/10.5902/1983465916845>
- Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (2009). Causality between corporate social performance and financial performance: evidence from Canadian firms. *Journal of Business Ethics*, 89, 409-422. Doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-008-0007-7>
- Mishra, S., & Suar, D. (2010). Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies? *Journal of Business Ethics*, 95, 571-601. Doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0441-1>
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886. Doi: <https://doi.org/10.2307/259247>
- Neville, B. A., Bell, S. J., & Whitwell, G. J. (2011). Stakeholder salience revisited: refining, redefining, and refueling an underdeveloped conceptual tool. *Journal of Business Ethics*, 102(3), 357-378. Doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0818-9>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441. Doi: <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Phillips, R., Freeman, R. E., & Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479-502. Doi: <https://doi.org/10.5840/beq200313434>

- Priem, R. L. (2007). A consumer perspective on value creation. *Academy of Management Review*, 32(1), 219-235. Doi: <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.23464055>
- Ramalho, R. T., Bortolon, P. M., & Macedo, M. A. S. (2017). Plano de opções de compra de ações, oportunidades de crescimento e desempenho: evidências na BMF&BOVESPA. *Contabilidade, Gestão & Governança*, 20(3), 483-506. Doi: [https://doi.org/10.21714/1984-3925\\_2017v20n3a9](https://doi.org/10.21714/1984-3925_2017v20n3a9)
- Sarturi, G., Seravalli, C., & Boaventura, J. M. G. (2015). Afinal, o que é distribuir valor para os *stakeholders*? Uma análise bibliográfica sobre o tema. *Revista de Administração da UFSM*, 8, 92-113. Doi: <http://dx.doi.org/10.5902/1983465916556>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. Doi: <http://dx.doi.org/10.2307/258788>
- Tantalo, C., & Priem, R. L. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2), 314-329. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.2337>
- Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540-557. Doi: <https://doi.org/10.5465/AMR.1985.4278989>
- Viana Júnior, D. B. C., Marques, D. B., Domingos, S. R. M., & Ponte, V. M. R. (2017). A influência da política de dividendos sobre o valor de mercado: evidências em empresas brasileiras. *Contabilidade, Gestão & Governança*, 20(2), 175-194. Doi: [https://doi.org/10.21714/1984-3925\\_2017v20n2a1](https://doi.org/10.21714/1984-3925_2017v20n2a1)
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319. Doi: [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G)
- Weber, M. (1947). *The theory of economic and social organization*. New York: Oxford University Press.
- Zhao, X., & Murrell, A. J. (2016). Revisiting the corporate social performance-financial performance link: a replication of Waddock and Graves. *Strategic Management Journal*, 37(11), 2378-2388. Doi: <https://doi.org/10.1002/smj.2579>