

VALOR PARA STAKEHOLDERS E DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL

KEYSA MANUELA CUNHA DE MASCENA
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA - UNIFOR

ADALBERTO AMÉRICO FISCHMANN

JOÃO MAURÍCIO GAMA BOAVENTURA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE (FEA/USP)

LEIRE SAN-JOSE

VALOR PARA *STAKEHOLDERS* E DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL

1 INTRODUÇÃO

A teoria dos *stakeholders* tem se desenvolvido no campo da estratégia empresarial, principalmente a partir da obra de Freeman (1984), intitulada *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. O termo *stakeholder* pode ser definido como grupos ou indivíduos que podem afetar ou são afetados pela organização (Freeman, 1984). Esses grupos são funcionários, acionistas, clientes, fornecedores, comunidade, governo, ambientalistas, e outros grupos de interesse. A discussão na literatura sobre o tema desenvolveu-se em torno da proposição de que a empresa tem o dever de coordenar os interesses dos *stakeholders*, a fim de engajá-los e motivá-los a manter seu relacionamento com a empresa.

Recentemente, autores proeminentes preocupam-se com a criação e distribuição de valor para *stakeholders*. Este tema é tratado nas obras de Freeman (2010); Harrison, Bosse e Phillips (2010); Harrison e Bosse (2013); Garcia-Castro e Aguilera (2015); Tantalo e Priem (2016); Bridoux e Stoelhorst (2016); Lieberman, Garcia-Castro e Balasubramanian (2017), em sua maioria estudos teóricos, indicando que essa discussão está na fronteira do conhecimento sobre a gestão de *stakeholders*.

O conceito valor pode ter diferentes usos na literatura, portanto, o conceito de valor para *stakeholders* considerado nessa pesquisa é proposto por Harrison e Wicks (2013, p.100), que definem valor como aquilo que o *stakeholder* recebe da empresa e que é valioso (worth) para ele. Nesse sentido, valor distribuído para os *stakeholders* pode ser, por exemplo, salário e possibilidades de crescimento para funcionários, produtos de qualidade e serviços pós-venda para clientes, pedidos regulares e estratégias conjuntas com fornecedores, entre outros.

O valor distribuído aos *stakeholders* com a finalidade de atender suas demandas e preferências é uma forma de atraí-los e mantê-los no relacionamento com a organização. Essa distribuição tem a capacidade de gerar uma reciprocidade positiva, ou seja, quando o *stakeholder* percebe que a empresa faz mais que o mínimo necessário para mantê-lo pode vir a ter maior comprometimento e fidelidade com a empresa e contribuir para a criação de valor. Com a construção de relacionamentos entre a empresa e seus *stakeholders*, os empregados podem estar mais comprometidos a trabalhar para aumentar a efetividade da empresa, consumidores podem aumentar a demanda ou sua disposição a pagar um preço *premium* pelos produtos, fornecedores podem estar mais dispostos a compartilhar conhecimento com a empresa, e a comunidade pode estar mais disposta a favorecer o uso da infraestrutura local (Choi & Wang, 2009). Assim, os relacionamentos construídos geram vantagem competitiva e podem levar a empresa a auferir um maior desempenho.

Conforme essa argumentação, a distribuição de valor para *stakeholders* baseada no relacionamento e na justiça pode levar a vantagens competitivas e resultar em um desempenho financeiro superior da organização. Porém, pode-se avançar na compreensão desse fenômeno, dado que ainda existem poucas evidências sobre os tipos de distribuição de valor que podem resultar em um maior desempenho financeiro corporativo. Considerando essa lacuna, a pergunta que norteia essa pesquisa é: quais tipos de valor para *stakeholders* estão mais associados ao desempenho financeiro corporativo?

O objetivo dessa pesquisa é investigar a relação entre a distribuição de valor para *stakeholders* primários e o desempenho financeiro da organização. Os tipos de valor para *stakeholders* podem ser agrupados como valor relacional e valor transacional e, para analisar o fenômeno empiricamente, a amostra considerada é composta pelas empresas que responderam

ao questionário do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da bolsa de valores brasileira B3 (Brasil, Bolsa Balcão).

Essa pesquisa apresenta contribuições aos estudos de valor para *stakeholders* por discutir diferenças entre os tipos de valor distribuído aos *stakeholders* e o desempenho financeiro. Essa pesquisa também se justifica, pois embora possam ser encontrados na literatura diversos estudos que analisam a relação entre desempenho social corporativo (ou desempenho para com os *stakeholders*) e desempenho financeiro, não está consolidado como o investimento em questões relacionadas aos *stakeholders* pode contribuir para o sucesso da empresa e não tornar-se apenas um fator de custo. Buscar novas explicações e formas de relação com o desempenho financeiro pode trazer contribuições teóricas e empíricas para a literatura.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica está ancorada na teoria dos *stakeholders* e aborda os principais conceitos sobre a definição e classificação de *stakeholders*, a discussão sobre criação e distribuição de valor, e os tipos de valor para *stakeholders*.

2.1 Classificações de *stakeholders*

O termo *stakeholder* pode ser definido como grupos ou indivíduos que podem afetar ou são afetados pela organização (Freeman, 1984). Esses grupos são funcionários, acionistas, clientes, fornecedores, comunidade, governo, ambientalistas, e outros grupos de interesse.

A classificação de *stakeholders* como primários e secundários é proposta por Clarkson (1995), que define *stakeholders* como “indivíduos ou grupos que possuem ou reivindicam propriedade, direitos ou interesses em uma corporação”. Essas reivindicações são resultantes do relacionamento estabelecido com os *stakeholders* ou das ações tomadas pela empresa em relação a eles (Clarkson, 1995, p.106). Para o autor, os *stakeholders* primários são: acionistas e investidores, empregados, clientes, fornecedores, governo e comunidades. Os *stakeholders* secundários são aqueles que influenciam ou afetam, ou são influenciados ou afetados pela corporação, mas não possuem relação direta com ela. O autor classifica a mídia e os grupos de interesse como *stakeholders* secundários, pois apesar de não serem essenciais para a sobrevivência da organização, podem exercer influência na percepção que os *stakeholders* primários têm da organização.

Os *stakeholders* primários são considerados como aqueles sem os quais as organizações não poderiam sobreviver (Clarkson, 1995). Os primários são os *stakeholders* legítimos para quem a empresa tem dever moral (Phillips, 2003) e são capazes de influenciar a percepção que outros *stakeholders* têm da organização (Clarkson, 1995). O atendimento aos *stakeholders* primários pode beneficiar a organização em fatores críticos para o sucesso de formas direta e indireta. Esses fatores incluem reputação, valor da marca e persistência em tempos de crise (Kumar, Boesso, & Michelon, 2016).

Outro tipo de classificação é a de internos e externos. Os internos são os funcionários e os acionistas e os externos são os demais *stakeholders*. Coff (1999) argumenta que os *stakeholders* internos têm mais acesso à informação, habilidades críticas para geração de renda, um alto custo de reposição, elevado poder de barganha e capacidade de apropriação de renda da organização. Os *stakeholders* internos podem ter mais capacidade de ter seus interesses atendidos (Mascena, Fischmann, & Boaventura, 2018). Além disso, os *stakeholders* internos, funcionários e acionistas, têm comportamentos e atitudes diretamente associados ao maior desempenho financeiro da empresa (Hansen et al., 2011). Os *stakeholders* externos, dependendo da estratégia da empresa, também podem se tornar mais próximos da gestão, através de relações de parceria. As estratégias de parcerias com clientes e fornecedores podem

fortalecer um relacionamento de interdependência com a organização e tornar o *stakeholder* mais “interno” (Harrison & St. John, 1996).

2.2 Criação e distribuição de valor para *stakeholders*

A teoria dos *stakeholders* preocupa-se com a criação de valor e a distribuição de valor. Esses dois processos (criação e distribuição) estão interligados e são também considerados como inseparáveis (Harrison et al., 2010). O valor total gerado por uma empresa deve incluir o valor capturado por seus *stakeholders* (Garcia Castro & Aguilera, 2015), podendo ser mensurado pela soma da utilidade criada para os *stakeholders* (Harrison & Wicks, 2013).

A criação de valor na empresa pode ser considerada como consequência do seu conhecimento sobre a função utilidade de seus *stakeholders* (Harrison et al., 2010). Ao conhecer, os gestores tem o desafio de atender as diferentes funções utilidades de seus *stakeholders* sem que o atendimento a um gere insatisfação ao outro (Tantalo & Priem, 2016), ou seja, gerir os *stakeholders* de acordo com a abordagem de não *trade-offs* (Freeman et al., 2010). Essa gestão é também considerada como um “super-investimento”, pois os *stakeholders* devem receber mais que o mínimo para continuar participando da empresa (Freeman, Harrison & Wicks, 2007). Porém, esse “super-investimento” tem como consequência a afiliação e retenção do *stakeholder*, que contribuirá mais com a empresa, desenvolvendo-se uma relação de ganha-ganha (Harrison et al., 2010). Nessa perspectiva, o link entre a criação e a distribuição de valor é a reciprocidade (Harrison & Bosse, 2013).

O ciclo de criação e distribuição é considerado nos modelos teóricos dos autores que defendem esta abordagem. Muitas publicações nesse campo são estudos teóricos, e os autores destacam o desafio de se mensurar criação e distribuição de valor para *stakeholders*. Segundo Harrison e Bosse (2013), porque a criação e distribuição são processos inseparáveis, as medidas contábeis são insuficientes para mensurar esses processos. Portanto, a sua operacionalização ainda é um desafio.

Valor é um importante conceito nos estudos de estratégia (Garcia Castro & Aguilera, 2015). Diferente de outras teorias no campo da estratégia, para a teoria dos *stakeholders*, a criação de valor está inserida no relacionamento entre organização e seus *stakeholders* (Schneider & Sachs, 2017). Segundo Freeman (2010), a definição de negócios refere-se a como *stakeholders* e gestores interagem e criam valor.

Enfatizando a criação de valor e a forma como ela é mensurada, Harrison e Wicks (2013) criticam a abordagem tradicional de mensurar criação de valor apenas pelo aspecto econômico. Os autores tentam ampliar o conceito de valor, como algo que seja valioso para o *stakeholder*, seja ele medido em termos monetários ou não. A utilidade é definida pelos autores como o valor que o *stakeholder* recebe e que realmente tem mérito para o *stakeholder*. A função utilidade do *stakeholder* expressa suas preferências para determinados tipos de valor. Segundo Harrison et al. (2010), a função utilidade é composta por fatores ou fontes de utilidade e pelo peso que o *stakeholder* atribui a cada fator. Os *stakeholders* têm funções utilidade multiatributo, ou seja, os *stakeholders* têm uma série de preferências quanto aos recursos que desejam obter da organização e tipo de tratamento que desejam receber, que são consideradas fontes de utilidade.

Portanto, as fontes de utilidade, também são chamadas de *drivers* de valor (Tantalo & Priem, 2016), são consideradas nessa pesquisa conforme a definição de Harrison e Wicks (2013), ou seja, aquilo que o *stakeholder* recebe da empresa e que é valioso (*worth*) para ele. Ou seja, valor é aquilo que tem utilidade para o *stakeholder*. Tantalo e Priem (2016) fizeram o levantamento do que seriam essas fontes de utilidade. De forma semelhante, Harrison e Wicks (2013) e Surroca, Tribó e Zahra (2013) levantaram métricas que também descrevem fontes de utilidade para os *stakeholders* primários. O levantamento dos autores auxilia na compreensão

das fontes de utilidade para os cinco *stakeholders* primários analisados: funcionário, cliente, fornecedor, comunidade e acionista.

Quanto aos funcionários, os autores afirmam que eles se interessam por salários e benefícios (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013); qualidade de vida e bem-estar (Tantalo & Priem, 2016; Surroca et al., 2013); tratamento justo, respeito e inclusão (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013). As iniciativas de reter e incentivar os funcionários apresentadas pelos autores são importantes para avaliar se a empresa entrega valor e tem um bom desempenho para com os funcionários.

As fontes de utilidade para os clientes estão relacionadas à características do produto ou serviço (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013); qualidade (Tantalo & Priem, 2016; Surroca et al., 2013); respeito e tratamento justo (Harrison & Wicks, 2013); satisfação (Surroca et al., 2013); entre outros. O valor distribuído a clientes pode ser avaliado por iniciativas que busquem fidelizar os clientes, atrair novos ou aumentar a predisposição de pagamento de um preço *premium* pelo produto ou serviço da empresa.

Quanto aos fornecedores, pode-se destacar o volume de transações (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013); relacionamento estável (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013); conscientização e monitoramento (Surroca et al., 2013). É destacada a importância de fontes de utilidades que levem a um relacionamento de parceria com os fornecedores, possibilitando o desenvolvimento de estratégias em conjunto para a melhoria do produto ou serviço.

Segundo os autores, o valor para a comunidade pode ser considerado por iniciativas de contribuições para a infraestrutura local (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013); contribuições sociais (Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013); impacto percebido (Harrison & Wicks, 2013); engajamento com a comunidade (Surroca et al., 2013); entre outros. As ações com a comunidade buscam reduzir o impacto causado pelas operações da empresa e estabelecer um relacionamento positivo com a comunidade.

Por fim, para os acionistas, as fontes de utilidade estão relacionadas ao retorno e risco do negócio (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013); estruturas e características da governança corporativa (Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013); *disclosure* e transparência (Harrison & Wicks, 2013); desempenho socioambiental e responsabilidade social (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013). Os autores levantam fontes de utilidade que não referem-se apenas a aspectos financeiros da empresa, mas também questões éticas e sociais que são de interesse de acionistas e investidores.

2.3 Tipos de valor para *stakeholders*

O valor pode ser classificado por diferentes tipologias. Podem ser relacionais ou transacionais, tangíveis ou intangíveis, valor de uso ou de troca, intrínseco ou extrínseco, objetivo ou subjetivo.

Valor transacional refere-se a questões monetárias e contratuais estabelecidas; e valor relacional refere-se aos demais aspectos do relacionamento entre a empresa e os *stakeholders*. A perspectiva relacional inclui o processo de identificação e estabelecimento, manutenção, aprimoramento e, quando necessário, de finalização de relacionamentos com *stakeholders* para que os objetivos de todas as partes sejam atendidos (Grönroos, 1997).

Valores tangíveis referem-se a custo, tempo e qualidade, enquanto valores intangíveis podem ser ativos ou habilidades, e estão relacionados a direitos, contratos, processos, relações, imagem e reputação (Harrison et al., 2010; Tantalo & Priem, 2016).

Valor de troca envolve aspectos financeiros e bens; e valor de uso refere-se a processos, compromissos, políticas e procedimentos (Bowman & Ambrosini, 2000). O valor de uso é baseado em uma avaliação subjetiva de quanto vale um item para um indivíduo em particular,

portanto não pode ser perceptível para outros e pode variar de zero para valor quase infinito (Harrison & Wicks, 2013).

As classificações de valor intrínseco ou extrínseco, objetivo ou subjetivo também são consideradas por Harrison e Wicks (2013). O valor intrínseco é uma característica inerente de um item, enquanto o valor extrínseco está em sua utilidade como um meio para atingir outro bem. Itens com valor intrínseco tem valor em si mesmos. O valor subjetivo se refere à avaliação de um indivíduo relacionada às suas preferências pessoais, enquanto o valor objetivo se refere a uma norma em um nível de análise superior, como uma norma universal, um valor social.

Será adotada nessa pesquisa a classificação de valor relacional e valor transacional, pois segundo Bridoux e Stoelhorst (2016), é uma classificação considerada na teoria dos *stakeholders* como um dos aspectos que envolvem a criação de valor. Os teóricos da literatura de *stakeholders* argumentam que a abordagem relacional de gestão de *stakeholders* pode contribuir mais com o bem-estar social do que a abordagem transacional. Essa dicotomia pode ser ampliada com base em modelos relacionais que envolvem as motivações individuais dos *stakeholders*. Quando a criação de valor envolve alta interdependência de tarefas e resultados, as relações baseadas em valor transacional podem prejudicar a criação do bem-estar social (Bridoux & Stoelhorst, 2016).

Na perspectiva do marketing, valor relacional refere-se ao processo de estabelecer e manter relações com os consumidores, enquanto o valor transacional refere-se à troca de bens ou serviços por um valor monetário (Grönroos, 1997). Essa perspectiva também é ampliada para os demais *stakeholders*, dado que a empresa pode estabelecer relacionamentos com os demais *stakeholders* e também trocas envolvendo recursos financeiros ou físicos.

O valor relacional é definido então como processos e políticas que promovem o relacionamento entre a empresa e os *stakeholders*. Por sua vez, o valor transacional é definido como as relações contratuais de troca entre a empresa e os *stakeholders*.

3 HIPÓTESE DA PESQUISA

Nesse estudo, assume-se que há uma relação positiva entre a distribuição de valor para *stakeholders* e o desempenho financeiro da empresa, conforme a literatura que defende a relação positiva entre gestão para *stakeholders* e desempenho (Choi & Wang, 2009). Considera-se também que a distribuição de valor para *stakeholders* primários envolve alocação de recursos e altos custos, o que têm um impacto no desempenho financeiro.

Relacionamentos com *stakeholders* primários são considerados raros e difíceis de imitar, critérios considerados pela visão baseada em recursos para que um recurso seja fonte de vantagem competitiva (Barney, 1991). Esses critérios são identificados nos relacionamentos com os *stakeholders*, pois envolvem práticas específicas da organização, promovem o desenvolvimento de ativos intangíveis e envolve complexidade social, aspectos que não são facilmente replicados pelos concorrentes. Além disso, envolvem uma dimensão temporal, ou seja, a construção dos relacionamentos demanda tempo, tornando o relacionamento um atributo *path-dependent* (Hillman & Keim, 2001; Choi & Wang, 2009).

O relacionamento com os *stakeholders* orienta a empresa na distribuição de valor. Quando o relacionamento com os *stakeholders* é baseado em confiança e justiça, os *stakeholders* fornecerão informações sobre a sua função utilidade, sendo a utilidade o valor que os *stakeholders* esperam receber da empresa. O conhecimento sobre a função utilidade é fundamental na distribuição de valor, pois os gestores passam a conhecer as preferências dos *stakeholders* e poderá direcionar a alocação de valor de forma que melhor atenda essas preferências. Essa distribuição de valor reforça o relacionamento com os *stakeholders* e são fontes de vantagem competitiva, que levam as empresas a uma maior criação de valor (Harrison

et al., 2010). Empiricamente, constatou-se que quando as empresas direcionam seus recursos de forma estratégica para atender às preferências dos *stakeholders*, elas obtêm melhor desempenho financeiro (Boesso, Favotto, & Michelon, 2015).

O valor relacional é considerado como processos e políticas que promovem o relacionamento entre a empresa e os *stakeholders* e o valor transacional como relações contratuais de troca entre a empresa e os *stakeholders*. Relacionamentos com *stakeholders* tem potencial para gerar vantagem competitiva, considerando-se a perspectiva da visão baseada em recursos (Hillman & Keim, 2001; Choi & Wang, 2009). Especialmente, o relacionamento pode ser considerado um recurso socialmente complexo e causalmente ambíguo e com maior potencial de criação de vantagens competitivas (Hillman & Keim, 2001). O valor relacional envolve reputação, confiança e cooperação desenvolvidas ao longo do tempo (Kumar et al., 2016).

Desenvolvendo relacionamentos de longo prazo com os *stakeholders*, as empresas expandem as possibilidades de criação de valor em conjunto do que seria possível com interações limitadas às transações de mercado. Isto ocorre pois o valor transacional pode ser facilmente imitado, oferecendo pouco potencial de obtenção de vantagem competitiva sustentável (Hillman & Keim, 2001; Kumar et al., 2016).

O relacionamento com *stakeholders* também é capaz de reduzir o custo de agência, limitando o comportamento oportunista e reduzir a assimetria de informação, promovendo a transparência e o *disclosure*, levando a empresa a um desempenho financeiro superior (Cheng, Ioannou, & Serafeim, 2014). Considerando-se a natureza dos tipos de valor relacional e transacional, o valor relacional pode ser mais efetivo para a redução de custos de agência e da assimetria da informação do que o transacional, pois fortalece o engajamento e relacionamento com os *stakeholders* e não apenas a uma troca monetária. Ou seja, o relacionamento baseia-se em confiança mútua e leva a maior troca de informações e cooperação e redução do comportamento oportunista e da assimetria de informação.

O valor transacional também é percebido pelo *stakeholder* e indivíduos podem ser mais motivados por recursos transacionais (Bridoux & Stoelhorst, 2014). No entanto, os recursos transacionais tem uma natureza de curto prazo, que dificulta a retenção, fidelização ou afiliação do *stakeholder* com a empresa. O recurso transacional é mais fácil de ser substituído, pois funcionários podem deixar a empresa por um salário melhor ou equivalente, clientes podem deixar de comprar o produto buscando um preço menor, fornecedores podem deixar de prover produtos para a empresa para fornecer a um concorrente que compre em maiores volumes.

O valor relacional, em contrapartida ao transacional, permite o desenvolvimento de uma afiliação ou a retenção do *stakeholder*. Conforme citado, pode reduzir custo agência, promover criação de valor conjunto, é um recurso socialmente complexo tem natureza intangível, estando assim associados à criação de vantagens competitivas. Consequentemente, o valor relacional permite um desempenho superior ao longo do tempo, ao contrário do valor transacional, que tem uma natureza de curto prazo. Portanto, afirma-se que o valor relacional tem maior potencial de promover o desempenho financeiro que o valor transacional. Portanto, propõe-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1: A distribuição de valor relacional para *stakeholders* está mais associada ao desempenho financeiro superior da empresa do que a distribuição de valor transacional.

4 MÉTODO DA PESQUISA

Quanto ao posicionamento metodológico, esta pesquisa enquadra-se no paradigma positivista e têm uma abordagem quantitativa.

4.1 Amostra

A amostra da pesquisa é formada por empresas de capital aberto listadas na B3 e suas controladas que respondem ao questionário do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) “é uma ferramenta para análise comparativa da *performance* das empresas listadas na B3 sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa” (ISE, 2016). A carteira ISE é composta por aproximadamente 40 ações selecionadas anualmente. Para esta seleção, as empresas com as 200 ações mais líquidas são convidadas a responder o questionário utilizado como instrumento de avaliação para formação da carteira (ISE, 2016).

O questionário ISE é elaborado e administrado pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVces) da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP-FGV). O questionário ISE foi desenvolvido pela primeira vez no ano de 2005, e desde então, anualmente é aprimorado e enviado às empresas elegíveis para compor a carteira. As empresas que respondem ao questionário devem também anexar documentos para comprovar a veracidade das respostas. O questionário é segmentado em 7 dimensões: Geral, Natureza do Produto, Governança Corporativa, Econômico-Financeira, Social, Ambiental e Mudanças Climáticas. A metodologia do questionário e da formação da carteira ISE, e as perguntas do questionário são disponibilizadas no *site* da B3 (ISE, 2016).

Nessa pesquisa utilizaram-se dados restritos com a resposta das empresas aos questionários. Os dados concedidos pelo GVces referem-se aos anos 2011, 2012 e 2013. Foram selecionadas as empresas que responderam o questionário, pelo menos, em dois anos consecutivos e disponibilizaram dados financeiros no Economatica® (empresas listadas) ou nos *sites* das empresas, na área de relacionamento com investidores (empresas controladas). A amostra final é composta por 62 empresas e 181 observações em três anos.

4.2 Definição das variáveis

Os dados utilizados nessa pesquisa são provenientes das respostas ao questionário administrado pelo GVces com a finalidade de formação da carteira ISE. Para definir as variáveis de pesquisa, buscou-se no questionário ISE as questões que avaliam as fontes de utilidade para os *stakeholders*. Ou seja, para selecionar as questões utilizadas nessa pesquisa, investigou-se na literatura o que poderia ser considerado como valor ou fonte de utilidade para os *stakeholders* primários. Cada questão aborda uma ação, processo ou porítiva da empresa e foram classificadas como valor relacional ou valor transacional. Baseando-se no estudo de Grönroos (1997), considera-se valor relacional como processos e políticas que promovem o relacionamento entre a empresa e os *stakeholders* e como valor transacional relações contratuais de troca entre a empresa e os *stakeholders*. Ressalta-se que a maioria das questões do questionário tem natureza relacional, abordando processos, programas e ações da empresa. Portanto, classificou-se a maior parte das questões como relacional. As questões do tipo transacional referem-se a aspectos monetários, condições de contrato e dimensões tangíveis do relacionamento entre empresa e *stakeholders*.

As questões utilizadas estão em sua maioria na dimensão Social do questionário, que possui a maior parte de questões relacionadas a valor para *stakeholders* primários; nas dimensões Governança Corporativa e Econômico-Financeira, foram selecionadas questões relacionadas ao acionista; e na dimensão Natureza do Produto, questões sobre clientes.

A Tabela 1 apresenta as fontes de utilidade e tipos de valor adotados na pesquisa, buscando-se conciliar as fontes de utilidade apontadas na literatura com as informações disponíveis no questionário.

Tabela 1

Mensuração de valor para stakeholders

| <i>Stakeholder</i> | <i>Valor / Fonte de utilidade</i> | <i>Tipo</i> | <i>Qtde de questões</i> |
|--------------------|--|--------------|-------------------------|
| Funcionário | Diversidade/Equidade (Surroca et al., 2013; Harrison & Wicks, 2013) | Relacional | 4 |
| | Qualidade de vida/Bem-estar (Tantalo & Priem, 2016; Surroca et al., 2013) | Relacional | 3 |
| | Satisfação/Coerência (Surroca et al., 2013; Harrison & Wicks, 2013) | Relacional | 4 |
| | Respeito e inclusão (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013) | Relacional | 1 |
| | Salários e benefícios (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013) | Transacional | 3 |
| | | <i>Total</i> | <i>15</i> |
| Cliente | Respeito e tratamento justo (Harrison & Wicks, 2013) | Relacional | 4 |
| | Responsabilidade ambiental e produto “ecofriendly” (Tantalo & Priem, 2016) | Relacional | 2 |
| | Satisfação (Surroca et al., 2013) | Relacional | 6 |
| | Segurança do produto (Surroca et al., 2013) | Transacional | 1 |
| | | <i>Total</i> | <i>13</i> |
| Fornecedor | Programas de conscientização (Surroca et al., 2013) | Relacional | 3 |
| | Políticas formais de contratação (Surroca et al., 2013) | Transacional | 3 |
| | Sistema de monitoramento (Surroca et al., 2013) | Transacional | 4 |
| | | <i>Total</i> | <i>10</i> |
| Comunidade | Impacto percebido (Harrison & Wicks, 2013) | Relacional | 7 |
| | Engajamento (Surroca et al., 2013) | Relacional | 6 |
| | Contribuições sociais (Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013) | Transacional | 1 |
| | Infraestrutura local (Tantalo & Priem, 2016; Sarturi et al., 2015; Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013) | Transacional | 1 |
| | | <i>Total</i> | <i>15</i> |
| Acionista | <i>Disclosure</i> e transparência (Harrison & Wicks, 2013) | Relacional | 2 |
| | Estruturas e características da governança corporativa (Harrison & Wicks, 2013; Surroca et al., 2013) | Relacional | 8 |
| | Avaliação de desempenho dos executivos (Surroca et al., 2013) | Relacional | 2 |
| | Retorno e risco (Tantalo & Priem, 2016; Harrison & Wicks, 2013) | Transacional | 2 |
| | | <i>Total</i> | <i>14</i> |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Dado que o valor máximo de *scores* é diferente por tipo de valor e por *stakeholder*, os *scores* foram relativizados pelo *score* total do questionário que revela o desempenho da empresa para a seleção da carteira ISE. O *score* é uma avaliação geral do questionário ISE efetuada pelo GVCes. Com a ponderação, calculou-se o percentual de distribuição de valor para o *stakeholder* em relação ao total de ações para a sustentabilidade das empresas, obtendo-se uma variável métrica.

A variável de desempenho financeiro foi definida como o retorno sobre o ativo (ROA), por ser um importante indicador de rentabilidade das empresas analisadas. A variável ROA é a mais utilizada nos estudos que analisam a relação entre desempenho social e desempenho financeiro das empresas (Boaventura et al., 2012). Ao analisar como variável dependente o

desempenho financeiro, incluiu-se as variáveis de controle mais utilizadas na literatura. As variáveis de controle são o tamanho da empresa, o setor e o ano. O tamanho da empresa foi definido pelo logaritmo do ativo total. Para o setor, adotou-se a classificação Economatica® e foram criadas variáveis *dummy* para cada um dos setores. De forma semelhante, foram criadas variáveis *dummy* para cada ano considerado no estudo.

4.3 Técnica de análise de dados

Para analisar a relação proposta foram testados modelos longitudinais de regressão para dados em painel. Os modelos testados são lineares dado que a variável dependente é métrica. Os modelos longitudinais apresentam algumas vantagens como permitir a análise da evolução temporal do fenômeno estudado para cada empresa, maior variabilidade dos dados, menor multicolinearidade e maior eficiência na estimação dos parâmetros. O painel foi desbalanceado, pois a quantidade de observações não é igual à quantidade de empresas da amostra multiplicada pelos períodos (Fávero & Belfiore, 2017).

Diferentes tipos de estimação podem ser usadas em modelos de regressão em painel, sendo comum o uso da estimação por mínimos quadrados ordinários (MQO) com erro padrão agrupados por indivíduo, estimação por efeitos fixos e estimação por efeitos aleatórios. Foram testados os três modelos e realizados os testes de F de Chow, LM (Lagrange multiplier) de Breusch-Pagan e teste de Hausman para identificar a estimação mais adequada para a pesquisa. Após os testes, verificou-se que a estimação por efeitos aleatórios é a mais adequada para a pesquisa. O modelo foi estimado utilizando-se o software Stata® e seguindo as recomendações de Fávero e Belfiore (2017).

O modelo testado pode ser representado pela equação:

$$(1) ROA_{it} = \beta \text{ValorRelacional}_{it} + \beta \text{ValorTransacional}_{it} + \beta \text{Tamanho}_{it} + \beta \text{Setor}_{it} + \beta \text{Ano}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Calculou-se também correlações de Pearson para analisar a relação linear entre as variáveis de valor por *stakeholder* e a variável de desempenho financeiro. Além disso, calculou-se estatísticas descritivas da amostra.

5 RESULTADOS

A amostra final desta pesquisa é composta por 62 empresas, sendo que 41 empresas têm ações listadas na B3 e 21 empresas são controladas por empresas listadas. A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das principais variáveis da pesquisa.

Tabela 2

Estatísticas descritivas das principais variáveis

| Variáveis | Média | Desv.Pad. | Min | Max | Obs |
|-------------------------|---------|-----------|---------|---------|-----|
| ROA | 5.4687 | 7.4247 | -6.7455 | 33.9261 | 186 |
| Valor Total | 10.3908 | 1.5628 | 6.4408 | 16.0166 | 181 |
| Valor Relacional | 8.1467 | 1.3137 | 5.0386 | 12.4574 | 181 |
| Valor Transacional | 2.2441 | 0.5894 | 1.1231 | 4.2064 | 181 |
| Valor para Funcionários | 2.8940 | 0.6141 | 1.2866 | 5.6369 | 181 |
| Valor para Clientes | 2.0368 | 0.6654 | 0.5198 | 3.4689 | 181 |
| Valor para Fornecedores | 1.3100 | 0.6610 | 0.0000 | 2.7851 | 181 |
| Valor para Comunidade | 2.0383 | 0.9001 | 0.4854 | 3.9635 | 181 |
| Valor para Acionistas | 2.1118 | 0.5359 | 0.8797 | 3.5292 | 181 |

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável ROA apresenta média de (5,47) e elevado desvio-padrão (7,42). As variáveis de valor para *stakeholders* têm menor desvio-padrão e amplitude que a variável de desempenho financeiro. A variável de valor relacional tem maior média que a variável de valor transacional, 8,15 e 2,24 respectivamente. Esta diferença decorre da menor quantidade de variáveis referente à distribuição de valor transacional no banco de dados. Ressalta-se que as variáveis foram relativizadas em relação ao *score* total do questionário ISE.

Quanto às variáveis de valor para *stakeholders*, a variável Funcionários (2,89) obteve a maior média, seguido de Acionistas (2,11), Comunidade (2,038), Clientes (2,037) e Fornecedores (1,31). Portanto, as variáveis com maiores médias de distribuição de valor são dos *stakeholders* internos.

5.1 Relação entre Valor Relacional e Transacional e Desempenho Financeiro

Para o teste da Hipótese 1, considerou-se como variáveis explicativas o valor relacional e o valor transacional para *stakeholders*, e como variável dependente o ROA. Os resultados obtidos são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3
Resultados do Modelo

| Dependente: ROA | Modelo 1 |
|-----------------------------------|-----------------------|
| Valor Relacional | 0.6580** (0.2712) |
| Valor Transacional | 0.4386 (0.6293) |
| Tamanho | -0.8191 (0.7401) |
| Comércio | 2.7324 (3.9053) |
| Energia Elétrica | -0.2824 (2.5694) |
| Finanças e Seguros | 1.7851 (3.8567) |
| Outros | -1.0026 (4.1927) |
| Transportes e Serviços | 2.6869 (3.8603) |
| Ano2012 | -1.0341* (0.4578) |
| Ano2013 | -1.3993** (0.4853) |
| Constante | 12.3797 (12.5963) |
| R ² (<i>overall</i>) | 0.1265 |
| Wald chi2 | 19.96* |
| Observações | 181 |
| Empresas | 62 |

Coefficientes nas primeiras linhas. Erro padrão entre parênteses.

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

Fonte: Dados da pesquisa.

A hipótese da pesquisa propõe que a distribuição de valor relacional para *stakeholders* está mais associada ao desempenho financeiro superior da empresa do que a distribuição de valor transacional. As questões de valor para *stakeholders* foram classificadas como transacional ou relacional e agregadas para formar as duas variáveis explicativas do modelo. A estimação por efeitos aleatórios também mostrou-se adequada para o modelo.

Os resultados do Modelo 1 mostram que o coeficiente da variável explicativa de valor relacional para *stakeholders* é positivo e significativo ao nível de 5%. Por sua vez, o coeficiente da variável explicativa de valor transacional para *stakeholders* não é significativo. Também foram testadas as variáveis padronizadas, para confirmar os resultados do modelo, e obteve-se os mesmos resultados. O R² do modelo é de 12,65%.

Dado os resultados obtidos, a Hipótese 1 é suportada, pois apenas o valor relacional apresentou uma relação positiva e significantes com o desempenho financeiro, enquanto o valor transacional não apresentou relação com o ROA.

5.2 Correlação com as variáveis desagregadas por *stakeholder*

Para a análise das variáveis desagregadas por *stakeholder*, utilizou-se a correlação de Pearson. As correlações com as variáveis de valor relacional são apresentadas na Tabela 4. Os resultados obtidos com as variáveis de valor relacional são semelhantes aos resultados com as variáveis de valor total.

Tabela 4

Correlação Valor Relacional (VR) para Stakeholders e Desempenho

| | ROA | VR Funcionários | VR Clientes | VR Fornecedores | VR Comunidade | VR Acionistas |
|-----------------|----------|--------------------|----------------|--------------------|------------------|------------------|
| ROA | 1 | | | | | |
| VR Funcionários | 0.0773 | 1 | | | | |
| VR Clientes | 0.2146** | 0.2097** | 1 | | | |
| VR Fornecedores | 0.3604** | 0.2298** | 0.1711* | 1 | | |
| VR Comunidade | -0.0468 | 0.0457 | -0.3442** | -0.1231 | 1 | |
| VR Acionistas | 0.0068 | 0.0113 | 0.2429** | -0.0731 | 0.0616 | 1 |

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

Fonte: Dados da pesquisa.

As correlações obtidas têm resultados positivos e significantes ao nível de 5% para valor para clientes e ROA (0,2146) e valor para fornecedor e ROA (0,3604). A correlação entre valor para funcionários e ROA perde significância e a correlação mais forte passa a ser a de fornecedores e ROA. Também há correlações positivas e significantes entre funcionários e clientes (0,2097), funcionários e fornecedores (0,2298), e clientes e acionistas (0,2429), e a correlação entre valor clientes e comunidade é negativa e significativa (-0,3442). Os resultados indicam que a distribuição de valor relacional para fornecedores e clientes está mais associada com o desempenho financeiro das empresas da amostra analisada.

As correlações com as variáveis de valor transacional são apresentadas na Tabela 5.

Tabela 5

Correlação Valor Transacional (VT) para Stakeholders e Desempenho

| | ROA | VT Funcionários | VT Clientes | VT Fornecedores | VT Comunidade | VT Acionistas |
|-----------------|----------|--------------------|----------------|--------------------|------------------|------------------|
| ROA | 1 | | | | | |
| VT Funcionários | 0.1639* | 1 | | | | |
| VT Clientes | 0.0639 | -0.1367† | 1 | | | |
| VT Fornecedores | 0.1147 | 0.1542* | 0.1666* | 1 | | |
| VT Comunidade | -0.1690* | -0.1134 | 0.0824 | -0.3418** | 1 | |
| VT Acionistas | 0.1323† | 0.1117 | 0.2057** | 0.0324 | 0.0236 | 1 |

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

Fonte: Dados da pesquisa.

As correlações com as variáveis de valor transacional apresentam resultados diferentes das variáveis de valor relacional. Enquanto para valor relacional as variáveis de clientes e fornecedores tem correlação com o ROA, para o valor transacional essas variáveis não tem correlação significativa. Os resultados mostram correlação positiva e significativa ao nível de 5% entre valor transacional para funcionários e ROA (0,1639); correlação positiva e significativa a 10% entre valor transacional para acionistas e ROA (0,1323); e correlação negativa e significativa a 5% entre valor transacional para comunidade e ROA (-0,169).

Os resultados das Tabelas 4 e 5 apresentam evidências que a relação entre valor para *stakeholders* e desempenho difere quando o valor é segmentado em valor relacional e transacional. O valor relacional para *stakeholders* externos (clientes e fornecedores) estão mais associados ao desempenho financeiro enquanto o valor transacional para *stakeholders* internos (funcionários e acionistas) estão mais associados ao desempenho financeiro. Além disso, a distribuição de valor transacional para a comunidade tem uma correlação negativa com o desempenho financeiro.

Estes resultados colocam em evidência a capacidade dos *stakeholders* internos de apropriar renda da empresa, sendo estes *stakeholders* que apresentaram maior média de valor total, de valor incremental e associação com o desempenho apenas quando considerado o valor transacional. Também há evidências da importância da distribuição de valor relacional para *stakeholders* externos para o bom desempenho financeiro. Por fim, observa-se que os investimentos transacionais para a comunidade apresentaram associação negativa com o desempenho financeiro da empresa.

6 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Obeve-se uma relação positiva e significativa entre a distribuição de valor para *stakeholders* primários e o desempenho financeiro das empresas analisadas. Esse resultado reforça a proposição de que os *stakeholders* primários são importantes para a sobrevivência e sucesso da organização (Clarkson, 1995; Kumar et al., 2016). Os resultados também reforçam que, embora a alocação de valor para os *stakeholders* tenha um alto custo (Harrison & Bosse, 2013), que pode não ser facilmente reduzido (Choi & Wang, 2009), este investimento pode estar correlacionado a um alto desempenho, que conforme Boesso et al. (2015) é impacto do direcionamento de recursos aos *stakeholders* efetuado estrategicamente para atender suas preferências.

Classificando-se os indicadores de valor para *stakeholders* como relacional e transacional, observa-se uma interseção com outras classificações de valor. Ou seja, o valor relacional também está associado ao conceito de valor intangível (Tantalo & Priem, 2016) e

valor de uso (Bowman & Ambrosini, 2000). Enquanto valor transacional está conectado aos conceitos de valor tangível e valor de troca.

Os resultados também revelam que a distribuição de valor relacional está mais associada ao desempenho financeiro que a distribuição de valor transacional. O resultado reforça as proposições de Hillman e Keim (2001), Choi e Wang (2009) e Harrison et al. (2010) que os relacionamentos com os *stakeholders* são fontes de vantagem competitiva. Reforça também o pressuposto que a gestão para *stakeholders* não é baseada em altruísmo, mas em relacionamentos que proporcionem vantagens para a organização e para os *stakeholders* (Harrison et al., 2010).

Quando observado de forma desagregada, as correlações entre valor relacional e transacional e o desempenho financeiro diferem para cada um dos *stakeholders*. Observou-se que o valor relacional para clientes e fornecedores tem correlação positiva com o ROA enquanto, para o valor transacional, são os funcionários e acionistas que apresentam correlação positiva com o ROA. Ademais, o valor transacional para comunidade tem correlação negativa com o ROA. Este achado pode reforçar que os *stakeholders* internos tem maior capacidade de apropriar valor (Coff, 1999), e corrobora que este valor apropriado apresenta correlação positiva com o desempenho (Hansen et al., 2011). Nesse sentido, a correlação entre o valor transacional para os *stakeholders* internos e o desempenho pode ser justificada.

Por outro lado, a correlação entre o valor relacional para clientes e fornecedores e o desempenho pode ser justificada pelo argumento de que, estabelecendo melhores relações com os *stakeholders* externos, eles podem vir a ser mais próximos da gestão e a construção de uma relação de parceria com esses *stakeholders* pode trazer benefícios para a empresa (Harrison & St. John, 1996). A comunidade, por sua vez, apresentou menor média de valor, de incrementos e correlação negativa com o desempenho (transacional) ou não correlação (relacional). Este resultado pode indicar que a distribuição de valor para este *stakeholder*, na amostra considerada, não tem uma finalidade estratégica de desenvolver vantagens competitivas, mas apenas de evitar possíveis sanções e boicotes.

7 CONCLUSÃO

Concluiu-se que o valor relacional está mais associado ao desempenho financeiro que o valor transacional, corroborando com o argumento de que o valor relacional é difícil de ser imitado e pode gerar mais vantagens competitivas para a organização.

Analisando-se de forma desagregada, também há resultados interessantes, dado que o valor relacional para *stakeholders* externos (clientes e fornecedores) está correlacionado positivamente com o desempenho financeiro enquanto o valor transacional para *stakeholders* internos (funcionários e acionistas) está correlacionado positivamente com o desempenho financeiro.

Conclui-se que há evidências empíricas que corroboram a capacidade dos *stakeholders* internos de apropriar renda da empresa, sendo estes *stakeholders* que apresentaram maior média de valor total e associação com o desempenho apenas quando considerado o valor transacional. Conclui-se também que há evidências que corroborem que a distribuição de valor relacional para *stakeholders* externos são importantes para que eles tenham maior engajamento com a empresa. Além disso, observou-se a não correlação entre a distribuição de valor relacional para a comunidade com o ROA e a correlação negativa entre a distribuição de valor transacional e o ROA o que evidencia que, na amostra analisada, o relacionamento com a comunidade não está associado ao desempenho financeiro das empresas estudadas.

Essa pesquisa definiu as variáveis de valor para *stakeholders* com base nos dados que foram disponibilizados pelo questionário ISE, o que pode constituir uma limitação da pesquisa, dado que não foi possível mensurar todos os *drivers* de valor identificados na literatura. Além

disso, foi mensurado um maior número de *drivers* de valor relacional do que de valor transacional. Outra limitação refere-se ao número de observações que poderia ser ampliado se houvesse disponibilização de dados em um maior período de tempo. Sugere-se que estudos futuros acessem outros dados e períodos para testar a hipótese proposta e verificar se as relações podem ser confirmadas ou refutadas em outros contextos.

Como contribuição, esse estudo aponta que a distribuição de valor relacional tem uma maior influência no desempenho financeiro, reforçando que o tipo de valor distribuído pode gerar um impacto relevante nos negócios. Além disso, revela-se que o tipo de valor tem diferente relação com o desempenho em função do tipo de *stakeholder*, se interno ou externo à organização. Os achados empíricos reforçam a argumentação de que as empresas precisam estabelecer e manter relacionamentos com *stakeholders* para proporcionar a criação de vantagens competitivas.

REFERÊNCIAS

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Boaventura, J. M. G., Silva, R. S., Bandeira De Mello, R. (2012). Corporate financial performance and corporate social performance: methodological development and the theoretical contribution of empirical studies. *Revista Contabilidade e Finanças*, 23(60), 232-245.
- Boesso, G., Favotto, F., & Michelon, G. (2015). Stakeholder prioritization, strategic corporate social responsibility and company performance: further evidence. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(6), 424-440.
- Bowman, C., & Ambrosini, V. (2000). Value creation versus value capture: towards a coherent definition of value in strategy. *British Journal of Management*, 11(1), 1-15.
- Bridoux, F. M., & Stoelhorst, J. W. (2014). Microfoundations for stakeholder theory: managing stakeholders with heterogeneous motives. *Strategic Management Journal*, 35(1): 107–125.
- Bridoux, F. M., & Stoelhorst, J. W. (2016). Stakeholder relationships and social welfare: A behavioral theory of contributions to joint value creation. *Academy of Management Review*, 41(2): 229-251.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895-907.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Coff, R. W. (1999). When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science*, 10(2), 119-133.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados*. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E. (2010). Managing for stakeholders: trade-offs or value creation. *Journal of Business Ethics*, 96(S1): 7-9.

- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: survival, reputation, and success*. New Haven: Yale University Press.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: the state of the art*. New York: Cambridge University Press.
- Garcia-Castro, R., & Aguilera, R. V. (2015). Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders. *Strategic Management Journal*, 36(1), 137-147.
- Grönroos, C. (1997). Value-driven relational marketing: from products to resources and competencies. *Journal of Marketing Management*, 13(5), 407-419.
- Hansen, S. D., Dunford, B. B., Boss, A. D., Boss, R. W., & Angermeier, I. (2011). Corporate social responsibility and the benefits of employee trust: A cross-disciplinary perspective. *Journal of Business Ethics*, 102(1), 29-45.
- Harrison, J. S., & Bosse, D. A. (2013). How much is too much? The limits to generous treatment of stakeholders. *Business Horizons*, 56(3): 313-322.
- Harrison, J. S., & St. John, C. H. (1996). Managing and partnering with external stakeholders. *The Academy of Management Executive*, 10(2), 46-60.
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97-124.
- 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.
- Harrison, J. S., Freeman, R. E., & Abreu, M. C. S. (2015). Stakeholder theory as an ethical approach to effective management: applying the theory to multiple contexts. *Review of Business Management*, 17(55), 858-869.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?. *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139.
- ISE (2016). GVces – Índice de Sustentabilidade Empresarial. Recuperado em 05 de setembro de 2016, de <http://www.isebvmf.com.br>.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Kumar, K., Boesso, G., & Michelon, G. (2016). How do strengths and weaknesses in corporate social performance across different stakeholder domains affect company performance?. *Business Strategy and the Environment*, 25(4), 277-292.
- Mascena, K. M. C., Fischmann, A. A., & Boaventura, J. M. G. (2018). Stakeholder prioritization in Brazilian companies disclosing GRI reports. *BBR – Brazilian Business Review*, 15(1), 17-32.
- Phillips, R. (2003). Stakeholder legitimacy. *Business Ethics Quarterly*, 13(1): 25-41.
- Schneider, T., & Sachs, S. (2017). The impact of stakeholder identities on value creation in issue-based stakeholder networks. *Journal of Business Ethics*, 144(1):41-57.
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Zahra, S. A. (2013). Stakeholder pressure on MNEs and the transfer of socially irresponsible practices to subsidiaries. *Academy of Management Journal*, 56(2), 549-572.
- Tantalo, C., & Priem, R. L. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2): 314-329.