

VALOR PARA STAKEHOLDERS: RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE VALOR INCREMENTAL E O DESEMPENHO FINANCEIRO

KEYSA MANUELA CUNHA DE MASCENA
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA (UNIFOR)

ADALBERTO A. FISCHMANN
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradecimento à CAPES pela Bolsa do Programa de Doutorado Sanduíche no Exterior - PDSE /
Processo nº 88881.135486/2016-01

VALOR PARA *STAKEHOLDERS*: RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE VALOR INCREMENTAL E O DESEMPENHO FINANCEIRO

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, sendo empregado também no campo da sustentabilidade empresarial na discussão sobre a criação de valor compartilhado pela interação entre empresa e sociedade. Este estudo foca no conceito de valor para *stakeholders* 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.

No ambiente dos negócios, as trocas entre a organização e seus *stakeholders* geram ganhos que são apropriados pelos diversos *stakeholders* criando um ambiente de criação e distribuição de valor para *stakeholders*. O valor incremental consiste na variação do valor criado e distribuído de um período para outro e pode ser uma alternativa de mensuração do valor, considerando a dificuldade de se mensurar utilizando os critérios de disposição para pagar e custos de oportunidade (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). O valor incremental pode ser positivo, negativo ou zero. Em termos de apropriação de valor, quando o incremento do valor total é positivo, alguns *stakeholders* podem apropriar mais valor que outros. Por outro lado, quando o incremento do valor total é negativo, alguns *stakeholders* podem sofrer maiores perdas que outros. Uma questão que, segundo Garcia-Castro e Aguilera (2015), deveria ser explorada é como o valor apropriado por um *stakeholder* afeta a distribuição de valor para os outros *stakeholders*, considerando a empresa como um todo. Nesse sentido, há uma lacuna a ser explorada em relação a como a distribuição de valor é considerada no relacionamento da empresa com múltiplos *stakeholders*.

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 mais comprometimento e fidelidade com a empresa e contribuir mais para a criação de valor. Por outro lado, essa reciprocidade pode ser negativa, ou seja, quando o *stakeholder* percebe que o tratamento não é justo pode deixar de contribuir com a empresa. A reciprocidade positiva do

stakeholder, portanto, pode levar a uma maior criação de valor e a obtenção de vantagens competitivas pela organização (Harrison et al., 2010).

A distribuição de valor para *stakeholders* ainda envolve questões pouco exploradas ou contraditórias na teoria dos *stakeholders*. Poucas evidências existem sobre quais tipos de distribuição de valor podem resultar em maior impacto no desempenho organizacional. Os defensores da teoria dos *stakeholders* podem posicionar-se de formas opostas. Em uma perspectiva, defende-se que os *stakeholders* com mais poder tem maior capacidade de apropriação de renda e podem ser priorizados na distribuição de valor. Outra perspectiva defende que deve-se evitar situações de *trade-offs* e buscar de forma simultânea equilibrar os interesses dos *stakeholders*. A contradição das proposições teóricas e a carência de evidências empíricas sobre esses pontos fundamentam o problema dessa pesquisa.

Considerando-se o contexto apresentado, a pergunta que norteia essa pesquisa é: Quais tipos de distribuição de valor para *stakeholders* estão mais associados ao desempenho financeiro superior? O objetivo dessa pesquisa é analisar a relação entre os tipos de distribuição de valor incremental para *stakeholders* e o desempenho financeiro.

A pesquisa foi realizada em empresas no Brasil em uma perspectiva longitudinal. Para analisar a distribuição de valor incremental, é necessário mensurar a diferença de valor criado entre períodos. Em função disso, foi analisada a distribuição de valor nos anos de 2011, 2012 e 2013 das empresas que responderam ao questionário do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 – Brasil, Bolsa Balcão (fusão entre a BM&FBOVESPA e a Cetip).

A pesquisa apresenta contribuições aos estudos de valor por apresentar as diferenças entre os tipos de valor distribuído aos *stakeholders*, contribuindo para a mensuração de valor para *stakeholders*. Também apresenta avanços nos estudos de criação e apropriação de valor para *stakeholders* (Garcia-Castro & Aguilera, 2015; Lieberman et al., 2017) por definir tipos de distribuição de valor incremental que permitem a comparação da distribuição de valor entre os *stakeholders* primários. 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 a discussão sobre criação e distribuição de valor, abordagem de não *trade-offs* e valor incremental.

2.1 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).

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.

2.2 Criação de valor e a abordagem de não *trade-offs*

Freeman (2010) apresenta uma abordagem crítica, argumentando que houve um foco demasiado dos teóricos no embate entre a visão de *stakeholders* e a visão de *shareholders*. Para o autor, a principal contribuição da teoria dos *stakeholders* não é propor diferentes teorias da firma, e sim, a combinação dos interesses dos *stakeholders*.

O argumento de Freeman (2010) é que, vendo a organização como umnexo de contratos, surge a indagação do que seria um contrato justo. Dessa forma, a ética empresarial passou a rejeitar a visão de *shareholders* e adotar a visão dos *stakeholders* como um meio de trazer ética e justiça aos negócios. Porém, a rejeição à priorização dos *shareholders* trouxe à tona a busca por outros critérios de priorização, que levou ao foco de se gerir *trade-offs* entre os *stakeholders*. Embora Freeman (2010) não cite esse exemplo em seu ensaio, considera-se que o modelo de saliência de *stakeholders* de Mitchell, Agle e Wood (1997) seja uma das tentativas na busca de estabelecer regras para a empresa lidar com *trade-offs* entre *stakeholders*.

Freeman (2010) continua seu argumento enfatizando que, para os economistas, sempre irão existir *trade-offs*, exemplificando com a metáfora de que aumentar a produção de laranjas sempre trará consequências à produção de maçãs. Os *trade-offs* são incorporados às funções utilidade dos consumidores e dos produtores. Porém, no dia-a-dia dos negócios, os gestores precisam lidar com diferentes demandas ao mesmo tempo, buscando atender às demandas de múltiplos *stakeholders* para que todos tenham ganhos (Freeman, 2010, p.8).

Para o referido autor, enquanto os gestores estiverem pensando em *trade-offs* eles estarão criando mais *trade-offs* ao invés de criarem situações de ganha-ganha. Portanto, o *mindset* da gestão para *stakeholders* deveria ser o de “*no trade-offs*”. O argumento de Freeman (2010) é que os *stakeholders* têm interesses comuns; os gestores tem a responsabilidade de criar tanto valor quanto possível para os *stakeholders*; e os *stakeholders* “tem nomes, rostos e filhos”. Os argumentos referem-se ao valor intrínseco do *stakeholder* e à humanização dos negócios. O autor também coloca que a imaginação limitada e a pressão do tempo torna a perspectiva de *trade-offs* mais fácil, porém não é a que levaria à criação de valor.

Em uma perspectiva empírica, Vidal, Berman e Buren (2015) analisaram modelos de criação de valor de empresas brasileiras quanto a seu escopo, se restrito, amplo, ou em transição do restrito para o amplo. No modelo de criação de valor restrito, a empresa tem foco em poucos *stakeholders* e em demandas conflitantes e *trade-offs*. No outro extremo, as empresas com modelos amplos focam em um maior número de *stakeholders*, desenvolvem estratégias multi-*stakeholders* e adotam mais estratégias de engajamento. Além de analisar as empresas quanto ao escopo da criação de valor, os autores também analisam quanto às áreas de criação de valor: melhores relacionamentos com *stakeholders*, melhor ambiente de trabalho, preservação do meio ambiente, aumento da base de clientes, desenvolvimento local, reputação e diálogo com *stakeholders*. Os autores encontraram uma tendência de transição para o modelo de criação de valor amplo, ou seja, com menor foco em *trade-offs*.

2.3 Criação e apropriação de valor incremental para *stakeholders*

Garcia Castro e Aguilera (2015) propõem a abordagem de *stakeholder value creation-appropriation* (VCA), uma proposição ampliada do modelo de Brandenburger e Stuart Jr. (1996), que tem como critérios de análise o custo de oportunidade e a disposição a pagar e incluem o valor apropriado pela empresa, pelo fornecedor e pelo comprador. Garcia Castro e Aguilera (2015) incluem no modelo a apropriação de valor por outros *stakeholders* e propõem uma forma alternativa de mensurar valor, dado a dificuldade de mensurar pela disposição a pagar e custo de oportunidade do *stakeholder*. A mensuração proposta é o valor incremental, adotada nessa pesquisa, em que a mensuração consiste na diferença do valor criado e apropriado

de um período para outro. Para os referidos autores, “o pressuposto subjacente é que o aumento do valor total criado entre dois períodos de tempo deve ser igual à soma dos aumentos no valor apropriado pelos vários *stakeholders* no mesmo período” (Garcia Castro & Aguilera, 2015, p.139). Para os autores, os conceitos de valor, renda e ganhos podem ser usados como equivalentes.

Considerando o valor incremental como forma de mensuração, os autores propõem uma taxonomia que amplia a visão de que todo valor criado é apropriado, resultando em um jogo de soma zero. Os autores apresentam uma taxonomia em que há jogos de soma zero, positiva ou neutra. E acrescentam o conceito de elasticidade de VCA para tratar da associação entre o valor apropriado pelo *stakeholder* e o valor criado no período.

No modelo dos autores é explicada a elasticidade VCA em diferentes tipos de jogos, exemplificando *trade-offs* entre dois *stakeholders* internos: funcionários e acionistas. Quando há jogo de soma positiva ou negativa e a VCA é elástica, os *stakeholders* compartilham ganhos ou perdas; se a VCA é neutra, apenas um *stakeholder* absorve os ganhos ou as perdas, enquanto o outro se mantém neutro; e se a VCA é inelástica, há uma apropriação de valor, ou seja, enquanto um obtém ganhos o outro sofre perdas. Nos jogos de soma zero, não há aumento ou redução do valor total criado.

O modelo VCA é usado no estudo de Lieberman et al. (2017), que acrescentam a definição de ganho econômico como a variação do valor econômico total criado por uma empresa de um período para o outro. Os autores usam a perspectiva do valor incremental focado no valor econômico criado e apropriado. O modelo VCA é descritivo e tem o foco na mensuração do valor criado, não evidenciando os motivos pelos quais as empresas têm melhor ou pior desempenho e porque alguns *stakeholders* se apropriam de mais valor do que outros (Lieberman et al., 2017).

3 HIPÓTESES DA PESQUISA

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).

Considera-se que a distribuição de valor incremental, quando há um equilíbrio no valor distribuído entre os *stakeholders*, leva a empresa a um desempenho superior, baseando-se nos argumentos de que: a distribuição de valor é uma forma de motivar os *stakeholders*, em função do que é distribuído para ele e para os demais *stakeholders*; se o valor distribuído é equilibrado entre os *stakeholders*, eles tem uma maior percepção de justiça, gerando uma reciprocidade positiva para com a empresa; a reciprocidade positiva dos *stakeholders* proporciona à empresa um desempenho superior.

A distribuição de valor é uma forma de motivar os *stakeholders*, em função do que é distribuído para ele e para os demais *stakeholders*. Considerando o relacionamento da empresa com múltiplos *stakeholders*, dado um determinado padrão de recebimento de valor, os *stakeholders* são sensíveis a variações nesse padrão. Ou seja, percebem tanto aumentos no valor

como decréscimos (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). Ademais, os *stakeholders* não têm apenas a percepção quanto ao que recebem de valor, mas também têm uma percepção sobre o tratamento da empresa para com os demais *stakeholders*. Na criação de valor conjunta, a percepção quanto aos demais *stakeholders* é capaz de influenciar o comportamento do *stakeholder* para com a empresa (Bridoux & Stoelhorst, 2016).

Se o valor distribuído é equilibrado entre os *stakeholders*, eles tem uma maior percepção de justiça, gerando uma reciprocidade positiva para com a empresa. A distribuição de valor incremental pode implicar em aumentos de valor para vários *stakeholders* simultaneamente. Por outro lado, pode haver situações em que a alocação de valor incremental positiva para um *stakeholder* incorra em um decréscimo de valor para outro (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). Em um cenário, pode haver um *stakeholder* priorizado, ou seja, a variação no valor distribuído para o *stakeholder* priorizado é positiva enquanto para outros *stakeholders* pode ser negativa ou neutra. A distribuição de valor também pode seguir algum tipo de rotação, onde pode haver um *stakeholder* priorizado em um período, porém, no período seguinte ele passaria a ser preterido enquanto outro *stakeholder* passaria a ser priorizado (Tantalo & Priem, 2016). No caso, Tantalo e Priem (2016) afirmam que os *stakeholders* não priorizados tornam-se desmotivados em contribuir com a empresa, que pode gerar uma reciprocidade negativa.

Em outra situação, a distribuição é equilibrada, isto é, não há um *stakeholder* priorizado, mas os ganhos e perdas são distribuídos entre todos os *stakeholders* (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). Assim, a reciprocidade do *stakeholder* depende também se ele considera justo o valor que recebe da empresa em relação ao que os demais *stakeholders* estão recebendo. Em um padrão de distribuição de valor incremental em que apenas um *stakeholder* obtenha variações positivas em seus ganhos, os demais *stakeholders* podem se sentir injustiçados e passar a contribuir menos com a empresa, ou seja, gera reciprocidade negativa. Por outro lado, em um padrão em que haja uma distribuição mais equilibrada, onde todos compartilhem ganhos e perdas, pode haver uma reciprocidade positiva dos *stakeholders* aumentando o potencial de criação de valor.

A reciprocidade positiva dos *stakeholders* proporciona à empresa um desempenho superior. Os aumentos de valor motivam os *stakeholders* a um maior envolvimento e dedicação com a empresa, conseqüentemente promovendo um aumento no desempenho da empresa. O valor incremental gera uma ação de reciprocidade por parte dos *stakeholders*. Na reciprocidade positiva, o *stakeholder* reconhece o esforço da empresa em entregar mais valor e retribui de forma semelhante, esforçando-se mais para contribuir com a empresa. Por outro lado, a reciprocidade negativa significa que, ao perceber um menor esforço da empresa em atendê-lo, o *stakeholder* também passa a comprometer-se menos com a empresa (Harrison & Bosse, 2013). Pode-se considerar, portanto, que as empresas capazes de distribuir valor para os *stakeholders* de forma justa, e gerar reciprocidade positiva, terão uma maior retorno quanto ao comprometimento, afiliação e participação dos *stakeholders*, levando a um maior desempenho da empresa. Esse desempenho superior é gerado pelas vantagens competitivas obtidas no relacionamento com os *stakeholders* (Harrison et al., 2010).

Portanto, o padrão de distribuição de valor incremental teria relação com o desempenho, por sua consequência no valor criado pelo mecanismo da reciprocidade no relacionamento entre empresa e *stakeholders*. Assim, propõe-se a seguinte hipótese:

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

No modelo VCA, que desenvolve o uso da mensuração do valor incremental para avaliação do tratamento dado à empresa aos *stakeholders*, a soma dos incrementos indica a

criação de valor ou a perda de valor no período considerado (Garcia Castro & Aguilera, 2015; Lieberman, Garcia-Castro & Balasubramanian, 2017). Considerando esse pressuposto do valor incremental, a sua forma de distribuição pode ter um impacto no desempenho, bem como o resultado dessa distribuição. O resultado da distribuição pode ser positivo, negativo ou zero (Garcia Castro & Aguilera, 2015).

Em uma distribuição de valor incremental de soma positiva, pode haver uma situação de equilíbrio, em que todos ganham, ou uma situação de priorização, onde alguns *stakeholders* ganham e outros perdem (Garcia Castro & Aguilera, 2015). Porém, o resultado final seria o de criação de valor, pois houve um aumento incremental no valor gerado pela empresa por meio de seus relacionamentos com os *stakeholders*.

A criação e distribuição de valor para *stakeholders* é considerado como um ciclo que envolve o desenvolvimento de vantagens competitivas (Harrison et al., 2010). A capacidade de a empresa criar e distribuir valor por meio do relacionamento com os *stakeholders* pode levar ao desenvolvimento de vantagens competitivas que podem refletir no sucesso da empresa, avaliado por indicadores de desempenho financeiro. Portanto, propõe-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: A distribuição de valor incremental positiva para *stakeholders* está mais associada ao desempenho financeiro superior da empresa do que a distribuição de valor incremental negativa ou nula.

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

Dado que o valor máximo de *scores* é diferente 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 de valor para *stakeholder* por ano. Após o cálculo do valor por ano, calculou-se a diferença entre períodos para obter a distribuição de valor incremental.

Portanto, as variáveis da pesquisa são a distribuição de valor para cada *stakeholder* por ano, a distribuição de valor incremental (DVI) para cada *stakeholder* (diferença entre períodos), os tipos de distribuição de valor incremental e o desempenho financeiro. A Tabela 2 apresenta as variáveis da pesquisa.

Tabela 2
Variáveis da pesquisa

Variável	Descrição
Valor por stakeholder	A distribuição de valor é mensurada pela soma das respostas às questões relacionadas a cada <i>stakeholder</i> dividido pelo <i>score</i> total do questionário ISE e multiplicadas por 100. Foram obtidas cinco variáveis métricas por ano.
Distribuição de valor incremental (DVI)	Diferenças entre os <i>scores</i> de cada <i>stakeholder</i> , subtraindo-se o <i>score</i> do período atual pelo <i>score</i> do período anterior. O ano base (t_0) para o cálculo dos incrementos é 2010. As variáveis são métricas obtendo-se incrementos positivos, negativos ou neutros.
DVI equilibrada	Calculou-se a variância da distribuição de valor incremental dos <i>stakeholders</i> primários, para obter a dispersão da distribuição de valor. A amostra foi dividida em duas partes, abaixo da mediana da variância obtida e acima da mediana. Gerou-se uma variável binária em que as observações com menor variância (abaixo da mediana) foram consideradas como distribuição mais equilibrada (1) e com maior variância (acima da mediana) como distribuição menos equilibrada (0).
DVI positiva	Calculou-se a soma da distribuição de valor incremental dos <i>stakeholders</i> primários, obtendo-se somas totais acima ou abaixo de zero. Gerou-se uma variável binária em que as observações acima de zero foram classificadas como positivas (1) e abaixo de zero como negativas (0). As somas positivas representam criação de valor no período considerado.
ROA	O desempenho financeiro foi calculado pelo retorno sobre o ativo (ROA). O ROA é obtido pela razão entre o lucro operacional e o total de ativos.

Fonte: Elaborado pelos autores.

As variáveis explicativas foram obtidas pelo questionário ISE, conforme descrito na seção de coleta e tratamento de dados. Considerando que as hipóteses pressupõem que as empresas buscam construir e manter um relacionamento justo com os *stakeholders*, que teria como consequência a obtenção de vantagens competitivas e um desempenho financeiro superior, torna-se relevante definir as variáveis pelo questionário ISE, que busca avaliar as melhores práticas sustentáveis. Por consequência, a amostra também é composta por empresas que demonstram maior interesse em fazer o *disclosure* dessas práticas que pode ser um mecanismo para fortalecer o relacionamento com os *stakeholders*. Além disso, por incluir uma análise temporal, a pesquisa é viabilizada por obter-se variáveis provenientes de uma coleta de dados realizada anualmente.

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, Silva, & Bandeira de Mello, 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 as relações propostas 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 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, optou-se pela a estimação por efeitos aleatórios. Os modelos foram estimados utilizando-se o software Stata® e seguindo as recomendações de Fávero e Belfiore (2017).

O modelo testado pode ser representado pela equação:

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

$$(2) ROA_{it} = \beta \text{ValorTotal}_{it} + \beta \text{DVIpositiva}_{it} + \beta \text{Tamanho}_{it} + \beta \text{Setor}_{it} + \beta \text{Ano}_{it} + \varepsilon_{it}$$

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 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis 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. 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.

Tabela 3

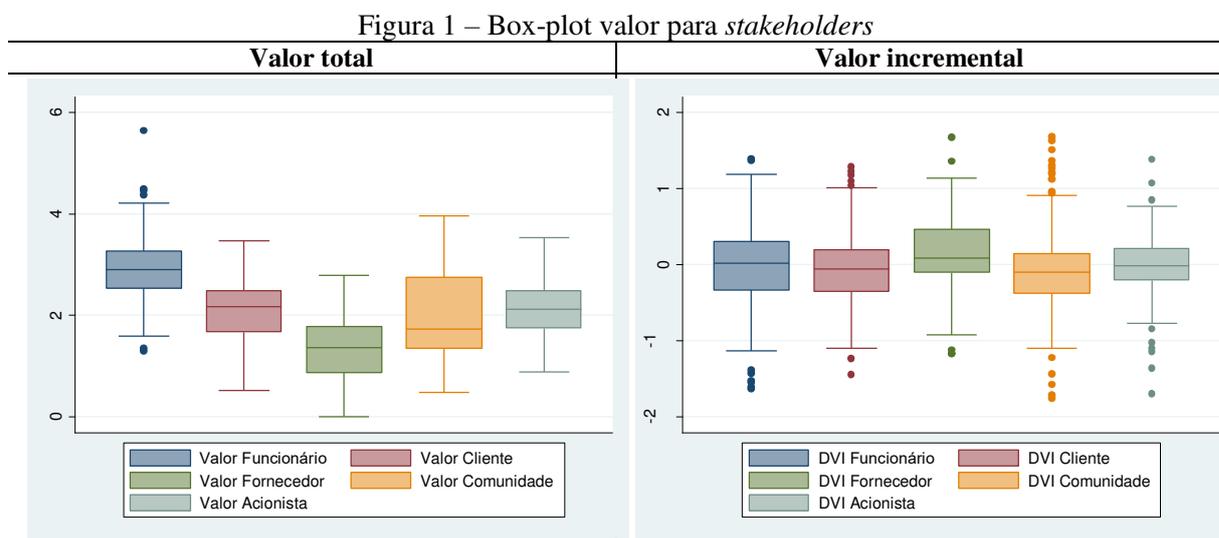
Estatísticas descritivas das variáveis de valor para stakeholders

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 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.

5.1 Distribuição de valor incremental para *stakeholders*

Nessa pesquisa, não apenas o cálculo do valor distribuído é objeto de análise, mas também o valor incremental. Como citado no capítulo de metodologia, o valor incremental foi obtido pela diferença do ano t pelo ano t-1. Comparou-se as variáveis de valor incremental com as variáveis de valor total. Na Figura 1 são apresentados gráficos Box-plot com a amplitude, mediana e quartis das variáveis de valor total e valor incremental desagregadas dos cinco *stakeholders* primários.



Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que os fornecedores apresentam menor valor total, porém maior valor incremental. O elevado valor incremental para os fornecedores pode ser interpretado como uma maneira de compensar o tratamento inferior recebido, quando comparado aos demais *stakeholders*. Observa-se também que a comunidade apresenta, em média, baixo valor total e também baixo valor incremental. A variável comunidade também apresenta maior variância, ou seja, observa-se que há relevante diferença entre as empresas no tratamento desse *stakeholder*.

Para analisar a distribuição de valor para *stakeholders*, quanto ao valor total e valor incremental, elaborou-se a matriz na Figura 2 considerando alto e baixo valor, segmentados pela mediana. Ou seja, valores iguais ou acima da mediana das cinco variáveis de *stakeholders* foram considerados como alto valor total ou incremental, e abaixo da mediana foram considerados como baixo valor total ou incremental.

Figura 2 – Matriz de distribuição de valor para *stakeholders*

		Valor incremental	
		Alto	Baixo
Valor total	Alto	Funcionário Acionista	Cliente
	Baixo	Fornecedor	Comunidade

Fonte: Elaborado pelos autores.

Na matriz apresentada, observa-se que para os *stakeholders* internos, funcionário e acionista, há elevada distribuição de valor e também elevado valor incremental. Ou seja, os *stakeholders* internos podem ser priorizados na distribuição de valor por obterem mais valor e mais incrementos (ou, em alguns casos, mesmo havendo incrementos negativos eles foram de baixa magnitude). O *stakeholder* cliente obteve alto valor total e baixo valor incremental. Nesse sentido, a distribuição de valor para o cliente pode ter alcançado um nível estável na amostra.

Em contraposição, o *stakeholder* fornecedor obteve baixo valor total e alto valor incremental. Portanto, os altos incrementos podem ser uma forma de compensação pela baixa distribuição de valor para este *stakeholder*. Por fim, a comunidade apresentou baixo valor total e baixo valor incremental. Ou seja, pode ser considerado como o *stakeholder* menos priorizado na distribuição de valor e ressalta-se que a comunidade é o *stakeholder* mais externo à organização e pode exercer menos pressão nos gestores para que tenham seus interesses atendidos.

5.2 Relação entre distribuição de valor incremental e desempenho financeiro

Foram considerados dois tipos de distribuição de valor incremental: DVI equilibrada e DVI positiva. Torna-se relevante a descrição do tamanho da amostra em cada um dos tipos de distribuição, dado que foram definidas variáveis binárias classificando as empresas em cada tipo de distribuição. A Tabela 4 apresenta a quantidade de empresas em cada uma das classificações e a interseção entre elas.

Tabela 4 – Amostra por padrão de DVI

		DVI equilibrada		Total
		Não	Sim	
DVI positiva	Não	44 (26%)	37 (22%)	81 (47%)
	Sim	42 (25%)	48 (28%)	90 (53%)
Total		86 (50%)	85 (50%)	171 (100%)

Fonte: Dados da pesquisa.

Na DVI equilibrada a proporção de 50% da amostra era esperada, pois o critério de classificação foi pela mediana da variação da distribuição de valor incremental. Para a variável DVI positiva, 53% da amostra tiveram uma distribuição de valor incremental total maior do que zero e 47% uma distribuição de valor incremental total menor do que zero. Algumas interseções também são apresentadas na Tabela 4, observando-se que 28% das empresas que tiveram distribuição equilibrada também tiveram distribuição positiva.

Para o teste das Hipóteses 1 e 2, foram estimados os Modelos 1 e 2. Os resultados obtidos são apresentados na Tabela 5. O R^2 do Modelo 1 é 17,51% e do Modelo 2 é 18,01%. O objetivo do trabalho não é explicar a variação do ROA, que pode ser afetado por diversas variáveis, mas encontrar relações entre distribuição de valor incremental e ROA.

Quanto à distribuição de valor incremental equilibrada, obteve-se um coeficiente positivo e significativo ao nível de 5%, o que indica que o desempenho financeiro é superior para as empresas com distribuição incremental equilibrada em comparação com as empresas com distribuição de valor incremental menos equilibrada, na presença das demais variáveis. Portanto, a Hipótese 1 é suportada, que propõe que a distribuição de valor incremental equilibrada para *stakeholders* está mais associada ao desempenho financeiro superior da empresa.

Tabela 5 – Resultados dos Modelos 1 e 2

Dependente: ROA	Modelo 1	Modelo 2
Valor Total	0.7195** (0.2564)	1.0445** (0.3001)
DVI equilibrada	1.1030* (0.5749)	
DVI positiva		-1.1772* (0.5624)
Tamanho	-0.9492 (0.7190)	-0.8719 (0.7131)
Comércio	2.8375 (3.7065)	2.8205 (3.6771)
Energia Elétrica	-0.3110 (2.4381)	-0.1344 (2.4186)
Finanças e Seguros	2.1603 (3.6833)	1.8716 (3.6519)
Outros	-1.1136 (3.9972)	-1.5975 (3.9712)
Transportes e Serviços	3.2372 (3.7104)	2.3766 (3.6833)
Ano2012	-1.5078** (0.5088)	-1.0426* (0.5150)
Ano2013	-2.1455** (0.5717)	-1.5767** (0.5331)
Constante	13.1811 (12.2068)	9.4576 (12.2046)
R ² (overall)	0.1751	0.1801
Wald chi2	25.57**	26.40**
Observações	171	171
Empresas	62	62

Coeficientes nas primeiras linhas. Erro padrão entre parênteses.

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto à distribuição de valor incremental positiva, obteve-se um coeficiente negativo e significativo ao nível de 5%, o que indica que o desempenho financeiro é inferior para as empresas com distribuição incremental positiva em comparação com as empresas com distribuição de valor incremental negativa, na presença das demais variáveis. Portanto, a Hipótese 2 não é suportada, considerando que a proposição é de que distribuição de valor incremental positiva para *stakeholders* estaria mais associada ao desempenho financeiro superior da empresa, o que não foi constatado empiricamente.

Embora a hipótese não tenha sido suportada, o resultado obtido traz uma contribuição importante. O resultado revela que, na amostra, apenas considerar se o valor incremental gerado no período é positivo não leva a um desempenho financeiro superior. Considerando o resultado obtido no teste da Hipótese 1, tem maior influência no desempenho financeiro a forma como o valor é distribuído entre os *stakeholders*.

6 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Confirmou-se a hipótese de que as empresas que têm uma distribuição de valor incremental mais equilibrada têm um desempenho superior em relação às empresas que têm uma distribuição de valor incremental menos equilibrada. Esse achado reforça a abordagem de não *trade-offs* de Freeman (2010), ao constatar que as empresas que buscaram balancear sua distribuição de valor entre os *stakeholders* alcançaram desempenho superior.

A distribuição de valor incremental positiva representaria uma criação de valor no período, conforme o modelo VCA (Garcia Castro & Aguilera, 2015; Lieberman et al., 2017), porém constatou-se uma relação inversa com o desempenho. Ou seja, as empresas que obtiveram uma distribuição de valor incremental positiva têm desempenho financeiro menor em relação às que apresentaram incrementos totais negativos ou nulos. Os resultados reforçam a importância da estratégia de distribuição de valor. Corroborando com a ênfase na distribuição justa para os *stakeholders* (Harrison et al., 2010), em um padrão em que haja uma distribuição mais equilibrada, onde todos compartilhem ganhos e perdas, pode haver uma reciprocidade positiva dos *stakeholders* aumentando seu comprometimento com a empresa, que pode vir a resultar em um desempenho financeiro superior.

Os achados reforçam a argumentação de que os *stakeholders* têm preferências quanto a distribuição de valor para si mesmo para os outros (Bridoux & Stoelhorst, 2016). Portanto, a empresa deve preocupar-se em atender os *stakeholders* sem que o atendimento a um *stakeholder* possa gerar insatisfação a outro (Tantalo & Priem, 2016). Dessa forma, o equilíbrio na distribuição de valor incremental pode levar a uma maior satisfação dos *stakeholders* e está relacionada ao desempenho.

Os achados também corroboram, de certa forma, com a evidência encontrada por Lieberman et al. (2017) de que o problema de desempenho inferior da indústria aérea não estava na não criação de valor e sim na apropriação de valor por apenas um *stakeholder*. Ou seja, a alocação de valor priorizada estaria levando a um desempenho inferior. Também corroboram com os achados empíricos de Vidal et al. (2015) que observaram que as empresas estão deixando o foco em poucos *stakeholders*, demandas conflitantes e *trade-offs* e migrando para modelos que incluem mais *stakeholders* engajados com a organização.

7 CONCLUSÃO

Conclui-se que o tipo de distribuição de valor incremental para *stakeholders* associado ao desempenho financeiro é a distribuição equilibrada. Ao contrário do que se propôs na hipótese, a distribuição positiva teve relação negativa com o desempenho financeiro. Pode-se concluir que o montante de valor distribuído pode refletir no desempenho financeiro, mesmo que o valor incremental total não seja positivo de um período para o outro. Conclui-se também que as empresas da amostra que buscaram equilíbrio na distribuição de valor incremental entre os *stakeholders* primários obtiveram desempenho superior em relação às que priorizaram apenas alguns *stakeholders*.

A contribuição teórica consiste na classificação do valor incremental como uma ferramenta de análise da estratégia de distribuição de valor para *stakeholders*, que envolve o balanceamento dos interesses e a priorização de *stakeholders*. Essa discussão inclui a contradição entre a perspectiva instrumental que defende que os gestores devem priorizar os *stakeholders* mais importantes e a perspectiva que alega que a priorização volta o foco da gestão à teoria da firma e que a teoria dos *stakeholders* deve incentivar os gestores a não conduzirem os negócios baseados nessa perspectiva. A pesquisa contribui propondo que a análise da

distribuição de valor incremental considerando múltiplos *stakeholder* é uma ferramenta para analisar o equilíbrio no atendimento aos *stakeholders* e a priorização.

Como contribuição empírica, esse estudo aponta que o equilíbrio na distribuição de valor incremental está relacionado a um maior desempenho financeiro. Os resultados empíricos reforçam que o tipo de valor e a forma como o valor é distribuído pode gerar um impacto relevante nos negócios. Além disso, os achados empíricos reforçam a argumentação de que deve haver justiça na distribuição de valor para os *stakeholders* e deve haver um esforço de estabelecer e manter relacionamentos com *stakeholders* para proporcionar a criação de vantagens competitivas.

A contribuição gerencial consiste nas evidências de que os gestores não devem manter o foco apenas nos *stakeholders* que são mais capazes de capturar valor da empresa, mas devem investir em estratégias que promovam maior equilíbrio na distribuição de valor. Os modelos de gestão de *stakeholders* mais aplicados no contexto gerencial são aqueles que classificam os *stakeholders* que devem receber mais atenção da gestão. Essa pesquisa reforça o argumento proposto por Freeman (2010) de que os gestores devem mudar sua mentalidade focada em *trade-offs* e direcionar para o atendimento simultâneo dos *stakeholders*. A mudança da mentalidade levaria a novas práticas de gestão focadas em sinergia e na identificação de formas de alocação de recursos que satisfaçam mais *stakeholders*.

Uma limitação da pesquisa é a disponibilidade de poucos períodos para análise do valor incremental. Embora os três anos analisados tenham permitido realizar os testes propostos, a disponibilidade de mais períodos permitiria a inclusão de mais observações e uma análise mais robusta da distribuição de valor incremental para *stakeholders*, empregando outras técnicas e tipos de análise. Para a realização de estudos futuros, sugere-se que sejam incluídos na análise *stakeholders* secundários. A inclusão de *stakeholders* secundários na distribuição de valor incremental pode trazer perspectivas diferentes quanto à priorização e equilíbrio de interesses, dados que os *stakeholders* primários já são considerados por definição como os mais importantes ou os que recebem mais atenção dos gestores e recursos das empresas.

REFERÊNCIAS

- 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.
- Brandenburger, A. M., & Stuart Jr, H. W. (1996). Value-based business strategy. *Journal of Economics & Management Strategy*, 5(1), 5-24.
- 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.
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895-907.
- 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.
- 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., & 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.
- ISE (2016). GVces – Índice de Sustentabilidade Empresarial. Recuperado em 05 de setembro de 2016, de <http://www.isebvmf.com.br>.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317.
- Lieberman, M. B., Garcia-Castro, R., & Balasubramanian, N. (2017). Measuring value creation and appropriation in firms: The VCA model. *Strategic Management Journal*, 38(6), 1193-1211.
- 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.
- Phillips, R., Freeman, R. E., & Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479-502.
- Sundaram, A. K., & Inkpen, A. C. (2004). The corporate objective revisited. *Organization Science*, 15(3), 350-363.
- 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.
- Vidal, N. G., Berman, S., & Van Buren, H. (2015). Stakeholder theory and value creation models in Brazilian firms. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(55), 911-931.