

SINERGIA DE STAKEHOLDERS E DESEMPENHO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

FABRICIO STOCKER

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

GREICI SARTURI

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA (UFSM)

SIMONE RUCHDI BARAKAT

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO (FECAP)

SINERGIA DE *STAKEHOLDERS* E DESEMPENHO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

1. INTRODUÇÃO

O debate sobre os modelos de desempenho organizacional e suas respectivas ferramentas de avaliação tem apontado para a necessidade de integrar e propor indicadores mais robustos e abrangentes de mensuração (Min & Oh, 2020). Especificamente na medição de desempenho de empresas de capital aberto, é possível verificar a crescente inclusão de indicadores não financeiros e a preocupação com as análises de múltiplos fatores que influenciam o desempenho, como a estratégia organizacional, os recursos organizacionais, a responsabilidade social corporativa e os relacionamentos da empresa com seus diversos grupos de *stakeholders* (Gieske et al, 2019).

Na teoria *stakeholders*, a função objetivo da organização é coordenar os interesses dos *stakeholders* relevantes (Freeman, 1984). Diante dessa nova função objetivo, que amplia a visão unidirecional do acionista, tornou-se relevante a avaliação do desempenho das empresas por meio de modelos e estimativas multidimensionais e indicadores que englobem a gestão dessas organizações diante dos interesses dos seus *stakeholders*. Para essa abordagem, segundo Reynolds, Schultz e Kehman (2006), os interesses dos *stakeholders* compreendem suas necessidades, reivindicações e seus desejos e, por isso, o grande desafio dos gestores é saber como estes interesses afetam a manutenção do negócio da empresa.

Ao longo de sua evolução, a teoria recebeu diversas contribuições, incluindo investigações sobre a relação entre a gestão de *stakeholders* e o desempenho organizacional (Egels-Zandén & Sandberg, 2010, Zhao & Murrell, 2016). Diversos autores, como Harrison e Wicks (2013), afirmam que uma gestão superior de *stakeholders* pode ser um fator preponderante para um melhor desempenho da organização, uma vez que os *stakeholders*, quando bem atendidos, agem com reciprocidade positiva (Bosse & Phillips, 2016). Em outras palavras, na medida em que a empresa atende às demandas desses *stakeholders*, os mesmos contribuem para a realização dos objetivos organizacionais e, conseqüentemente, para um melhor desempenho da empresa (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010; Harrison & Wicks, 2013).

Embora a relação entre gestão de *stakeholders* e desempenho organizacional tenha sido abordada em diversos estudos teóricos e empíricos (e.g. Berman *et al.*, 1999; Hillman & Keim, 2001; Choi & Wang, 2009), ainda existem questões pouco esclarecidas na literatura. Uma dessas questões refere-se às diferentes abordagens para a gestão superior de *stakeholders* e como essas diferenças afetam o desempenho. Tantaló e Priem (2016) avançam nessa discussão ao apresentar o conceito de sinergia de *stakeholders*, em que uma gestão superior de *stakeholders* é feita por meio de ações organizacionais que geram resultados positivos para um grupo de *stakeholder* sem diminuir o valor recebido por outro grupo, ou por meio de ações que gerem valor para mais de um grupo de *stakeholders* simultaneamente.

Soma-se a isso, a escassez de pesquisas e modelos que apresentem ações específicas e indicadores que possam ser atrelados à gestão superior de *stakeholders* (Garcia, Sousa-Filho & Boaventura, 2018). Diante desse contexto, esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação da gestão superior de *stakeholders* e das ações organizacionais para sinergia de *stakeholders* no desempenho organizacional. Para tanto, foi utilizada como base de dados, os resultados de sete indicadores de desempenho em sustentabilidade do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo - B3-Bolsa, Brasil, Balcão, bem como indicadores financeiros de 98 empresas de capital aberto.

Este trabalho apresenta duas principais contribuições. A primeira contribuição está direcionada à operacionalização da pesquisa, ao propor indicadores para a mensuração de diferentes tipos de gestão superior de *stakeholders*, incluindo a gestão sinérgica de *stakeholders*. A segunda contribuição relaciona-se com a avaliação do desempenho de empresas por meio do teste empírico das hipóteses propostas sobre a relação entre os diferentes tipos de gestão de *stakeholders* e o desempenho financeiro corporativo (CFP). Ao final do trabalho ainda são apresentadas algumas limitações do estudo e também são sugeridos estudos futuros para avanço dos pressupostos endereçados neste trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Gestão orientada para *Stakeholders*

A essência da Teoria dos *Stakeholders* é a criação de valor para os múltiplos *stakeholders* que afetam e são afetados pelas atividades da empresa (Harrison, Freeman, & Abreu, 2015). A gestão orientada para *stakeholders* é fundamental para a sobrevivência da empresa no longo prazo. Ao considerar um grupo mais amplo de *stakeholders*, além dos acionistas, os gestores podem evitar que a organização seja surpreendida por um *stakeholder* insatisfeito. Por exemplo, considerar os interesses da comunidade local pode evitar uma cobertura indesejada na imprensa, processos e legislação adversa (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010).

Os *stakeholders* são considerados os indivíduos ou grupos de indivíduos que podem ser afetados pelas ações da empresa ou que podem afetar os resultados da empresa com suas ações (Freeman, 1984). Essa definição foi elaborada por Freeman (1984) em seu livro “*Strategic Management: A Stakeholder Approach*”, o qual é considerado o marco inicial dos estudos desta teoria. O autor argumenta que a organização tem relações com diversos grupos constituintes e que pode gerar e manter o apoio desses grupos, considerando e equilibrando seus interesses relevantes.

Os diferentes grupos de *stakeholders* podem ser divididos em dois grupos - primários e secundários. Os primários são os *stakeholders* primordiais para a sobrevivência da organização (acionistas, funcionários, fornecedores e consumidores são alguns exemplos de *stakeholders* primários). Os *stakeholders* secundários afetam ou são afetados pela organização, no entanto, ela consegue sobreviver sem sofrer muita interferência desses grupos (governo, mídia e comunidade exemplificam esta categoria). Enquanto os *stakeholders* primários podem impactar diretamente a organização, os secundários, para influenciá-la e/ou afetá-la, precisam da intermediação de um *stakeholder* primário (Clarkson, 1995).

Freeman (1984) afirma que a fim de serem bem-sucedidos, os gestores carregam a tarefa de satisfazer de forma concomitante os proprietários, trabalhadores e seus sindicatos, fornecedores e clientes. Por esta razão, a teoria dos *stakeholders* fundamenta-se em nortear os gestores a gerenciar seus *stakeholders* de forma estratégica (Freeman et al., 2010; Tantalo & Priem, 2016). Os *stakeholders* devem ser entendidos como partes essenciais do ambiente de negócios, devendo ter seus interesses considerados a fim de garantir benefícios à organização e a todos envolvidos (Beaulieu & Pasquero, 2002; Susniené & Vanagas, 2007). Nesta abordagem, é importante que as empresas conheçam e se mantenham informadas sobre as questões relevantes aos diferentes grupos de *stakeholders* (Donaldson & Preston, 1995).

A gestão orientada para *stakeholders* refere-se a envolver importantes partes interessadas na estratégia organizacional (Susniené & Vanagas, 2007). A gestão, ao voltar-se aos *stakeholders*, deve atentar-se em conhecer seus interesses, envolvê-los nas ações da empresa e engajá-los para criação de valor (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Bryson (2004) explica

que os gerentes podem usar técnicas de análise e identificação de *stakeholders*, a fim de ajudar suas organizações a estabelecer missões, cumprir metas e criar valor.

Apesar das diversas contribuições à teoria dos *stakeholders*, ainda não está claro como os gestores podem coordenar os diversos interesses de forma a gerar mais valor para empresa e para seus *stakeholders*. Tantalo e Priem (2016) identificam duas formas principais de gestão orientada para *stakeholders* propostas na literatura: (i) a rotação de atenção não ponderada, e (ii) a rotação de atenção ponderada pela saliência. Na abordagem com rotação de atenção não ponderada, os gestores promovem mudanças na alocação de valor ao longo do tempo. Por exemplo, inicialmente os gestores podem priorizar o atendimento das necessidades de acionistas e clientes. Mais tarde, os gestores podem alocar novos recursos para fornecedores, ou realocar recursos de clientes para outro grupo, como funcionários (Tantalo & Priem, 2016).

Na abordagem com rotação de atenção ponderada pela saliência, a alocação de valor pode ser feita, por exemplo, com base no modelo de saliência, proposto por Mitchell, Agle e Wood, (1997), em que os gestores alocam mais valor para os *stakeholders* que acumulam os atributos de poder, legitimidade e urgência. Os recursos são alocados conforme a saliência é percebida pelos gestores para cada grupo de *stakeholders*. Nestes dois tipos de gestão com rotação de atenção, o montante de recursos distribuídos para os *stakeholders* muda ao longo do tempo tendo em vista estabelecer o perfil de utilidade total mais apropriado entre os *stakeholders* (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010).

Como alternativa, Tantalo e Priem (2016) avançam nessa discussão e propõem a gestão baseada na sinergia de *stakeholders*. Essa abordagem sugere ações organizacionais que “aumentem diferentes tipos de valor para dois ou mais grupos de *stakeholders* primários simultaneamente e que não reduzam o valor já recebido por qualquer outro grupo de *stakeholders*” (Tantalo & Priem, 2016, p. 314). Essa abordagem permite que a empresa utilize seus recursos de forma mais eficiente, além de diminuir as chances de ter um grupo de *stakeholders* insatisfeito.

2.2 Gestão orientada para *Stakeholders* e desempenho organizacional

Um dos principais temas estudados na área de administração é a avaliação de desempenho das organizações, em sua maioria considerando aspectos econômicos e financeiros, por meio do chamado Desempenho Financeiro Corporativo - CFP (sigla do inglês *Corporate Financial Performance*). Os estudos empíricos que buscam testar essa relação, normalmente, utilizam índices como o ROA (Retorno sobre o Ativo), Valor de Mercado, entre outros (Boaventura, 2009).

Orlitzky, Schimidt e Rynes (2003) identificaram três formas para mensurar o CFP, sendo elas: medidas de mercado (retorno para o investidor), medidas contábeis (retorno contábil) e medida percepção (*survey*). A primeira abordagem reflete o grau de satisfação dos acionistas (ou investidores), a segunda captura uma ideia da eficiência interna da empresa e a última provê uma estimativa subjetiva do desempenho financeira.

Diferentemente do CFP, que possui uma maior objetividade nas formas de mensuração, não há uma forma exata de mensurar e avaliar o atendimento das demandas de cada *stakeholder* (Boaventura, Silva & Bandeira-de-Mello, 2012). A maioria dos estudos que buscam acessar o desempenho da organização perante seus *stakeholders* avalia os níveis de atendimento às demandas dos principais *stakeholders*, a priorização dos interesses desses *stakeholders* nas ações e decisões organizacionais, e as formas como as organizações lidam com os conflitos entre os diversos grupos de *stakeholders* (Garcia, Sousa-Filho & Boaventura, 2018).

Por exemplo a análise da gestão de *stakeholders* com foco em diferentes grupos de *stakeholders* e a relação com um desempenho financeiro superior é discutida no estudo de Sarturi, Mascena, Boaventura e Pilli (2018). Os autores utilizam o modelo de saliência para analisar a relação entre a priorização de *stakeholders* e desempenho. Para isso, são analisados cinco grupos de *stakeholders* primários: acionistas, clientes, comunidade, fornecedor e funcionários. Os resultados evidenciam que o efeito da gestão de *stakeholders* no desempenho é positiva no longo prazo e varia em função do grupo analisado.

Em outros contextos, Ogden e Watson (1999) examinaram a eficiência com que as empresas conseguem balancear adequadamente as demandas dos diversos grupos de *stakeholders*. Os autores descobriram que aumentar o nível de atendimento aos consumidores afeta negativamente a lucratividade no curto prazo, mas está positivamente relacionado ao aumento no valor de mercado da empresa. Mais recentemente, Choi e Wang (2009) examinaram os relacionamentos de um grupo de empresas com seus consumidores, funcionários, comunidade e meio ambiente e seus efeitos nos retornos financeiros dessas empresas. Os resultados sugerem que um bom relacionamento com *stakeholders* leva a um maior desempenho financeiro e também ajuda empresas com baixo desempenho financeiro a se recuperarem mais rapidamente.

Outros estudos, também com objetivo de avaliar a relação entre gestão orientada para *stakeholders* e o desempenho, como a pesquisa de Min e Oh (2020), discutem seus resultados indicando que os gestores precisam se envolver em processos de *feedback* ao procurar soluções proativas que remediam o fraco desempenho organizacional. Na mesma direção, Poister, Thomas e Berryman (2013) testam um modelo de avaliação organizacional com um *feedback* sistemático oferecido pelos principais grupos de *stakeholders*, e Zhu e Rutherford (2019) trazem *insights* sobre as decisões gerenciais em parceria com grupos de *stakeholders* e o desempenho organizacional.

3 HIPÓTESES DO ESTUDO

Conforme apresentado no referencial teórico, a gestão de *stakeholders* refere-se à necessidade de a organização gerenciar suas relações com *stakeholders* primários de uma forma orientada. Uma empresa com gestão superior de *stakeholders* é capaz de identificar os interesses desses *stakeholders* e suas respectivas influências na empresa, tem processos organizacionais que consideram esses grupos e suas influências, e implementa um conjunto de práticas para balancear os interesses dos *stakeholders* para atingir seu objetivo (Freeman, 1984; Freeman et al., 2010).

De acordo com essa perspectiva, as empresas podem obter vantagem competitiva por meio do gerenciamento superior de *stakeholders*. Existe uma relação de múltipla dependência entre as empresas e os *stakeholders* no processo de captação de recursos e de fornecimento de bens e serviços. Freeman, Harrison e Wicks (2007) argumentam que empresas podem obter maior geração de valor se tratarem seus *stakeholders* de maneira justa e conseguirem maximizar o atendimento aos seus interesses e melhorar os relacionamentos com seus *stakeholders*.

Portanto, ao construir melhores relações com os *stakeholders* primários, a empresa pode desenvolver ativos intangíveis e valiosos, que podem ser fonte de vantagem competitiva (Hillman & Keim, 2001). As empresas que fazem a gestão superior de *stakeholders* alocam mais recursos do que o mínimo necessário para satisfazer as necessidades dos *stakeholders* (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Essa alocação de recursos pode ser uma fonte de vantagem competitiva ao promover efeitos positivos nos *stakeholders* e, por consequência, um desempenho superior (Stocker & Mascena, 2019). Esses relacionamentos podem, por exemplo,

aumentar a lealdade de clientes e fornecedores, diminuir a rotatividade de funcionários e melhorar a reputação da empresa (Barakat & Polo, 2016). Em outras palavras, considera-se que a gestão superior dos *stakeholders* esteja diretamente ligada ao valor criado e distribuído pela empresa (Boaventura, Bosse, Mascena & Sarturi, 2020). Assim, espera-se que:

H1: a gestão superior de stakeholders tem relação positiva com o desempenho organizacional

Apesar de diversos estudos teóricos e empíricos apontarem para uma relação positiva entre a gestão superior de *stakeholders* e o desempenho organizacional (Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003), a análise das diferentes formas de gestão de *stakeholders* e suas relações com o desempenho organizacional ainda não foram exploradas. Os modelos mais utilizados para gestão de *stakeholders* encontrados na literatura se baseiam em rotação de atenção, baseados na premissa que as organizações possuem recursos limitados e, por isso, os gestores precisam decidir quais *stakeholders* atender com prioridade (e.g. Mitchell, Agle & Wood, 1997; Harrison & Bosse, 2013).

Nessas abordagens, os *stakeholders* que acumulam mais atributos, como poder, legitimidade e urgência, recebem mais recursos que outros *stakeholders* em um determinado momento. Nessa situação, os grupos que estão recebendo apenas os recursos mínimos no curto prazo podem ser afetados negativamente e deixar de contribuir com os objetivos da empresa. Alguns autores conceituam essa situação como reciprocidade negativa (Harrison, Bosse, & Wicks, 2010; Harrison & Bosse, 2013).

Como alternativa, Tantalo e Priem (2016) sugerem a sinergia de *stakeholders* para criação de valor simultâneo para vários grupos essenciais. De acordo com esses autores, há duas formas principais de se alcançar a sinergia de *stakeholders*. A primeira forma é por meio da “criação de valor único”, na qual uma ação organizacional aumenta a utilidade recebida por um grupo de *stakeholders* sem afetar negativamente a percepção de valor de outro grupo de *stakeholders*. Essa alocação de recursos evitaria que grupos de *stakeholders* percebessem seus interesses como não prioritários, o que prejudicaria o relacionamento da empresa com esses grupos. Diante disso, sugere-se que:

H2: as ações organizacionais voltadas para um grupo específico de stakeholders e que não diminuem valor para outro grupo tem relação positiva com o desempenho organizacional

A segunda forma de sinergia ocorre quando uma ação organizacional é voltada para mais de um grupo de *stakeholders*. Essa sinergia pode ocorrer por meio de “utilidades complementares” e “eficiências subsequentes”. A utilidade complementar ocorre quando dois ou mais grupos de *stakeholders* apresentam necessidades complementares e uma única ação aumenta um tipo de valor para um grupo e outro tipo de valor para outro grupo (Tantalo & Priem, 2016). A eficiência subsequente ocorre quando uma ação estratégica gera valor para um grupo de *stakeholders* e, como consequência disso, há um aumento de valor também para outro grupo (Tantalo & Priem, 2016).

Essas abordagens sinérgicas são possíveis, pois os grupos de *stakeholders* possuem funções de utilidade multi-atributo. Em outras palavras, suas funções de utilidade são compostas por utilitários econômicos e não econômicos (Tantalo & Priem, 2016), tangíveis e intangíveis (Harrison, Bosse, & Wicks, 2010). Assim, um aumento na utilidade de um grupo de *stakeholders* pode resultar em um aumento sobre a utilidade geral de outro grupo de *stakeholders* (Tantalo & Priem, 2016). Nessas situações, há um aumento no “tamanho do bolo” para os diversos grupos de *stakeholders*, ou seja, no valor geral criado pelo sistema que envolve a empresa e seus *stakeholders*. Assim, espera-se que:

H3: as ações organizacionais que criam valor para mais de um grupo de stakeholders têm relação positiva com o desempenho organizacional.

4 MÉTODO

Este artigo analisa a relação da gestão superior de *stakeholders* e das ações organizacionais para sinergia de *stakeholders* no desempenho organizacional. Os dados utilizados para testar as hipóteses deste estudo foram coletados de duas bases de dados distintas: ISE e Economática®. Da base ISE, foram coletados os dados dos indicadores sobre a gestão de *stakeholders* e sobre as ações sinérgicas de *stakeholders*. Já a base Economática® foi utilizada para a coleta de dados financeiros utilizados como *proxy* para o desempenho financeiro.

4.1 Coleta dos dados

Lançado em novembro de 2005, o ISE é uma ferramenta para análise comparativa do desempenho em sustentabilidade das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - B3, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa. O índice busca diferenciar as ações das empresas comprometidas com a sustentabilidade em termos de “qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas” (B3, 2020).

A Base do ISE possui informações sobre as ações de empresas que detêm as ações mais líquidas na B3, sendo assim elegíveis para compor o índice. Para participar da carteira, a empresa precisa responder a um questionário de aproximadamente 70 indicadores distribuídos em sete dimensões: Geral, Natureza do Produto, Governança Corporativa, Econômico-Financeira, Social, Ambiental e Mudanças Climáticas. Ao final, algumas empresas divulgam todas as informações ao público geral. Fazem parte da amostra da presente pesquisa as 98 empresas de capital aberto, incluindo subsidiárias e controladores, que divulgaram as respostas de seu questionário em 2014. O recorte temporal realizado com a escolha do ano de 2014 para os dados do ISE se justifica em razão de que o questionário e a estrutura de composição dos indicadores sofre alterações, e as questões que norteiam a base mudam de um ano para o outro, e por isto, foi selecionado apenas um ano para análise, em razão das possíveis divergências dos resultados dos indicadores ao longo do tempo.

Os dados financeiros foram coletados da base de dados Economática® para os anos 2015, 2016 e 2017 – i.e., os três anos subsequentes ao ano dos dados sobre a gestão de *stakeholders*. Como *proxy* para o desempenho financeiro foi utilizado o retorno sobre o ativo (ROA). O ROA é definido como um indicador que evidencia o retorno conseguido com o dinheiro aplicado pela empresa em ativos num determinado período (Wernke, 2008). O ROA mostra a porcentagem de quão rentável são os ativos de uma empresa em geração de receita. A escolha por este indicador se justifica por ser um dos principais construtos de mensuração de desempenho financeiro sendo utilizado em diversos estudos de finanças, administração e contabilidade (Boaventura, Silva & Bandeira-de-Mello (2012).

4.2 Seleção dos indicadores da gestão superior de *stakeholders* e das ações sinérgicas

Como discutido na revisão de literatura, não há uma operacionalização validada para mensuração da gestão superior de *stakeholders* e das ações sinérgicas para os *stakeholders*. Para

operacionalizar a mensuração dessas variáveis, foram levantados na literatura diferentes estudos que propuseram critérios para avaliar o impacto de ações e práticas associadas a *stakeholders* no desempenho organizacional. Esses estudos foram utilizados para fundamentar a escolha dos indicadores para cada variável de interesse. Conforme mostra a Tabela 1, cada variável de interesse (i.e. gestão superior de *stakeholders*, criação de valor único e criação de valor complementar e subsequente) é composta por indicadores extraídos do ISE, sendo sete indicadores (I-1 a I-7) compondo a variável da gestão superior de *stakeholders*, quatro indicadores associados com a criação de valor único (I-1, I-2, I-3 e I-4), e três indicadores associados às utilidades complementares e subsequentes (I-5, I-6 e I-7). Considerando os critérios mapeados na revisão da literatura, foram selecionadas as questões da Base do ISE que fazem parte desses indicadores.

A Tabela 1 apresenta cada variável de interesse (i.e. gestão superior de *stakeholders*, criação de valor único e criação de valor complementar e subsequente), seus respectivos indicadores, as respectivas questões da base do ISE, e os autores que fundamentam a utilização desses indicadores e questões. O score final de cada indicador é a soma das respostas dadas pelas empresas da amostra para as questões do ISE.

Tabela 1: Indicadores da gestão superior de *stakeholders* e das ações sinérgicas

Tipo de Gestão de Stakeholders	Indicadores	Questões selecionadas na base de Dados do ISE*	Autores
Gestão superior de stakeholders	Soma de todas as ações da empresa em relação aos seus <i>stakeholders</i> (I-1 a I-7)	Soma de todas as questões abaixo.	Harrison, Bosse e Wicks (2010), Freeman et al (2010) Barney & Harrison (2020)
Criação de valor único	I-1. Relação e Informações ao consumidor	NAT 5; NAT 5.1. SOC 14; SOC 15; SOC 16; SOC 17.	Serpa e Foumeau (2007)
	I-2. Relação com sócios / acionistas	GOV 1; GOV 2; GOV 3; GOV 4; GOV 5.	Gallizo, Mar-Molinero, Moreno, e Salvador (2017) Henisz, Dorobantu e Nartey, (2014)
	I-3. Relação com fornecedores	SOC 35; SOC 36; SOC 37.	Pera, Occhiocupo e Clarke (2016)
	I-4. Relação com a comunidade	SOC 14; SOC 15; SOC 16; SOC 17.	Sierra-García, Zorio-Grima e García-Benau (2015) Park, Longo & Johnston (2019)
Criação de valor complementar e subsequente	I-5. Transparência e Governança Corporativa	GOV 9; GOV 10; GOV 11	Dorobantu e Odziemkowska(2017) Campos (2006) Poister, Thomas e Berryman (2013)
	I-6. Engajamento com <i>stakeholders</i>	GER 7; GER 7.1; GER 7.2.	Bryson (2004); Conner (2017); Sulkowski, Edwards e Freeman (2018) Stocker et. al (2020)
	I-7. Sociedade e Questões Sociais	SOC 52; SOC 53; SOC 54; SOC 55; SOC 56.	Herremans, Nazari e Mahmoudian (2016)

*NAT = Dimensão Natureza do Produto; SOC = Dimensão Social; GOV = Dimensão Governança Corporativa; GER = Dimensão Geral.

4.3 Análise dos dados

Os dados coletados foram organizados de modo que fosse possível avaliar o impacto dos valores dos indicadores referentes a gestão de *stakeholders* e ações sinérgicas sob o desempenho financeiro ao longo dos anos subsequentes. Para análise dos dados, aplicou-se a técnica de correlação de Pearson, com o auxílio do software estatístico Stata®. A correlação de Pearson busca analisar a associação linear entre duas variáveis. Mais especificamente, a técnica foi utilizada para avaliar a associação de cada uma das variáveis e cada um de seus indicadores com o desempenho financeiro.

5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

5.1 Descrição da amostra e análise descritiva dos indicadores

Neste tópico, são apresentados os dados estatísticos dos indicadores da base de dados da B3, utilizados como *proxy* para as variáveis de gestão superior de *stakeholders* e ações sinérgicas e dos dados financeiros da base de dados da Economática®.

A Tabela 2 apresenta os setores que compõem a amostra, representados pelos códigos da bolsa de valores B3, e a lista parcial de empresas que compõe a carteira ISE. Uma característica da amostra é o agrupamento das empresas por controladoras e controladas, sendo 48 empresas controladoras e 50 empresas controladas, que juntas compõem a amostra de 98 empresas estudadas.

Tabela 2: Amostra da pesquisa

Setor da B3	N = 98	Lista parcial de Empresas
Utilidade Pública	31	Centrais Elet Bras- Eletrobrás; EDP - Energias do Brasil; AES Tiete
Materiais Básicos	20	Braskem; Vale; Duratex; Gerdau; Fibria Celulose
Bens Industriais	19	Embraer; CCR; Weg
Financeiro	14	Bco Brasil; Bco Bradesco; Bco Santander; Itaú Unibanco Holding
Consumo Cíclico	5	Lojas Americanas; B2W - Companhia Global do Varejo; Magazine Luiza
Consumo não cíclico	4	BRF - Brasil Foods; Cia Brasileira De Distribuicao; Jbs
Telecomunicações	4	Tim Participações
Petróleo & Gás	1	Ultrapar Participações

A análise dos indicadores da gestão superior de *stakeholders* e das ações sinérgicas compreende os dados divulgados no ISE no ano de 2014. A Tabela 3 apresenta os valores para cada um dos indicadores, considerando os valores mínimos, máximos, a média, e o desvio padrão, assim como os valores sobre o ROA das empresas nos três anos subsequentes. A escolha do recorte temporal para o ano de 2014 se dá em razão da divulgação das diretrizes do GRI geração 4, com novos parâmetros de divulgação social e por consequência alteração nas fórmulas de mensuração da base do ISE. Não seria possível incluir os demais anos uma vez que há incompatibilidade da mensuração para os indicadores anterior ao ano de 2014.

Tabela 3: Estatísticas descritivas

Tipos de Gestão de <i>Stakeholders</i>	Indicador	Mínimo	Máximo	Média	Dev. Padrão
Gestão superior de <i>stakeholders</i>	Soma de todas as ações em relação aos <i>stakeholders</i> (Ind.1 a Ind.7)	0,00	100,00	66,20	24,37
Criação de valor único	Ind.1 - Relacionamento com consumidor	0,00	100,00	80,70	34,60
	Ind. 2- Relacionamento com acionistas	5,00	92,50	57,90	23,80
	Ind. 3 - Relação com fornecedores	0,00	84,00	31,80	23,20
	Ind. 4 - Relação com a comunidade	42,00	100,00	76,60	15,60
Criação de valor complementar e subsequente	Ind. 5- Transparência e Governança	28,30	100,00	80,50	16,60
	Ind. 6 - Engajamento com <i>stakeholders</i>	0,00	100,00	70,10	38,20
	Ind. 7 - Sociedade e Questões Sociais	14,70	100,00	65,80	18,60
Desempenho (t+1)	ROA 2015	-0,58	2,77	0,55	0,62
Desempenho (t+2)	ROA 2016	-0,55	2,41	0,48	0,55
Desempenho(t+3)	ROA 2017	-0,51	2,07	0,49	0,50

5.2 Análise dos indicadores relacionados às ações de criação de valor único

Um dos indicadores que potencialmente representa uma criação de valor único a um grupo estratégico de *stakeholders* é o indicador de “relacionamento com os sócios/acionistas”, em que é avaliado como a organização provê ações direcionadas aos interesses deste grupo de *stakeholder*, tais como a preferência dos votos, os direitos garantidos perante seu estatuto social e as práticas adotadas em assembleias realizadas. Conforme mostra a Tabela 3, esse indicador obteve média igual a 57,9 com máximo de 92. Esse indicador possui média menor do que os indicadores relacionados aos consumidores e comunidade, mostrando que esse grupo de *stakeholder* não é priorizado em detrimento dos demais.

O resultado obtido com o indicador “relacionamento com consumidor” mostra as ações das empresas relacionadas às leis e regulamentações que têm como objetivo alertar o cliente sobre a composição e itens de fabricação do produto ou serviço e outras ações voltadas aos interesses desse grupo de *stakeholders*. Na análise descritiva, esse indicador apresentou média de 80,7, aparecendo como o grupo mais atendido nas empresas analisadas. Este valor representa as preocupações das empresas com o monitoramento e acompanhamento com os consumidores sobre a satisfação com produtos e serviços e tomam decisões sobre frequente auditoria e controle da cadeia de suprimentos.

O indicador de “relacionamento com o fornecedor” busca avaliar a gestão de fornecedores e seu impacto na cadeia de suprimentos. Essa gestão influencia diretamente outros resultados, como financeiro, social e da própria eficiência da gestão. Ações que são avaliadas nesse indicador e que impactam nos resultados referem-se, por exemplo, ao monitoramento das atividades com base em princípios de não utilização de mão de obra infantil ou forçada. Esse indicador obteve média de 31,8, com máxima de 84, demonstrando a baixa prática de acompanhamento das relações com fornecedores nas empresas estudadas.

Finalmente, o indicador de valor único “relacionamento com a comunidade” analisa e avalia o impacto das atividades das empresas na sua comunidade. Esse indicador obteve média

de 76,6 e mostra que as empresas buscam promover ações proativas e voluntárias em benefício da comunidade em que está inserida ou algum tipo de investimento social ou programa que reduza os impactos negativos de suas atividades.

5.3 Análise dos indicadores relacionados às ações de criação de valor complementar e subsequente

Os indicadores relacionados às ações de criação de valor complementar e subsequente, ou seja, que geram valor para mais de um grupo de *stakeholder* simultaneamente são: “transparência e governança”, “engajamento com *stakeholders*” e “sociedade e questões sociais”. Um dos principais indicadores avaliados pelo ISE é o indicador de “transparência e governança corporativa” relacionado a questões que são do interesse de múltiplos *stakeholders*. Este indicador tem por objetivo avaliar o nível de transparência das ações da organização, bem como dados e informações para analistas e agentes do mercado financeiro bem como divulgação social e voluntária de todas suas ações. A média deste indicador foi em 80,5, com mínimo de 28,3 e máximo de 100, tendo um dos melhores desempenhos entre os indicadores estudados.

Foi analisado também o indicador “engajamento com *stakeholders*”, que representa as políticas de envolvimento, ações de comunicação e práticas de engajamento entre a organização e seus múltiplos *stakeholders*. As empresas tiveram uma média de 70,1, com valores extremos 0 e 100 como mínimo e máximo. Isto representa que algumas empresas ainda não possuem algum tipo de política corporativa que visa engajar seus *stakeholders* nos processos de decisão ou envolvimento em suas ações organizacionais, enquanto outras apresentam todas as iniciativas de engajamento avaliadas pelo indicador.

Por fim, com relação à “sociedade e questões sociais”, esse indicador avalia as práticas que envolvem trabalho infantil, assédio moral e sexual, discriminação por raça, gênero ou de qualquer natureza. Conforme mostrado na Tabela 3, as empresas obtiveram médias relativamente baixas nesse indicador, 65,8, com mínimo de 14,7.

5.4 Resultados do teste da influência da Gestão Superior de *Stakeholders* e das ações sinérgicas no Desempenho

Conforme exposto nos procedimentos metodológicos, para testar as hipóteses propostas e investigar a influência da gestão superior de *stakeholders* e das ações sinérgicas no desempenho financeiro, foram analisadas as correlações com a variável financeira ROA. A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação da variável ROA, nos anos t+1, t+2, t+3 com a variável gestão superior de *stakeholders* e com os sete indicadores que formam essa variável.

Conforme apresentado na Tabela 4, o desempenho financeiro, calculado por meio do ROA dos anos de 2015, 2016 e 2017, apresenta uma relação positiva e significativa com a gestão superior de *stakeholders*. Esse resultado sugere que, quanto melhor for a gestão de *stakeholders*, melhor é o desempenho financeiro das empresas da amostra. Assim, o resultado oferece suporte à hipótese 1, de que a gestão superior de *stakeholders* tem relação positiva com o desempenho.

Para analisar a hipótese 2, a qual sugere que as ações organizacionais voltadas para um grupo específico de *stakeholders* e que não diminuem valor para outro grupo tem relação positiva com o desempenho organizacional, foram utilizados os indicadores I-1 a I-4. A Tabela 4 evidencia que as ações de valor único destinadas aos acionistas (I-2) e fornecedores (I-3) apresentam uma relação positiva e significativa com o desempenho financeiro nos três períodos analisados. A ação sinérgica de valor único destinada ao relacionamento com o consumidor (I-1), por sua vez, apresentou uma relação positiva e significativa apenas para o ROA no ano t+1. Essa relação perde significância estatística nas análises dos anos subsequentes, medidos por

ROA no ano t+2 e no ano t+3. Por fim, o indicador 4, que considera ações sinérgicas de valor único voltadas ao relacionamento com a comunidade (I-4), não apresenta evidências significantes de uma relação com o desempenho financeiro. Esse resultado oferece suporte parcial à hipótese 2 deste estudo.

Tabela 4: Matriz de correlação

	ROA t+1	GS	Ind.1	Ind.2	Ind.3	Ind.4	Ind.5	Ind.6	Ind.7
ROA t+1	1								
Gestão de Stk	0.3300*	1							
Ind.1 - Consumidor	0.1239*	0.3158*	1						
Ind.2 - Acionistas	0.2994*	0.5864*	-0.0459	1					
Ind.3 - Fornecedores	0.2442*	0.4367*	-0.1232*	-0.1241*	1				
Ind.4 - Comunidade	-0.0516	0.2697*	-0.0237	-0.0401	-0.2139*	1			
Ind.5 - Transparência	0.0679	0.2009*	0.3871*	-0.1200*	0.1408*	-0.0401	1		
Ind.6 - Engajamento	-0.0067	0.5209*	0.1415*	0.1371*	-0.0872	0.2558*	0.1371*	1	
Ind.7 - Sociedade	-0.0237	0.1481*	0.4463*	0.0876	-0.1398*	0.1740*	0.2573*	-0.2395*	1

	ROA t+2	GS	Ind.1	Ind.2	Ind.3	Ind.4	Ind.5	Ind.6	Ind.7
ROA t+2	1								
Gestão de Stk	0.3536*	1							
Ind.1 - Consumidor	0.0446	0.3158*	1						
Ind.2 - Acionistas	0.2949*	0.5864*	-0.0459	1					
Ind.3 - Fornecedores	0.3467*	0.4367*	-0.1232*	-0.1241*	1				
Ind.4 - Comunidade	0.0359	0.2697*	-0.0237	-0.2139*	0.1408*	1			
Ind.5 - Transparência	0.0461	0.2009*	0.3871*	-0.1200*	-0.1241*	-0.0401	1		
Ind.6 - Engajamento	-0.1355*	0.5209*	0.1415*	-0.0872	0.1739*	0.2558*	0.1371*	1	
Ind.7 - Sociedade	0.015	0.1481*	0.4463*	-0.1398*	-0.2395*	0.0876	0.2573*	0.1740*	1

	ROA t+3	GS	Ind.1	Ind.2	Ind.3	Ind.4	Ind.5	Ind.6	Ind.7
ROA t+3	1								
Gestão de Stk	0.2995*	1							
Ind.1 - Consumidor	-0.0028	0.3158*	1						
Ind.2 - Acionistas	0.1988*	0.5864*	-0.0459	1					
Ind.3 - Fornecedores	0.4396*	0.4367*	-0.1232*	0.0792	1				
Ind.4 - Comunidade	-0.0072	0.2697*	-0.0237	-0.2139*	0.1408*	1			
Ind.5 - Transparência	-0.0719	0.2009*	0.3871*	-0.1200*	-0.1241*	-0.0401	1		
Ind.6 - Engajamento	-0.0539	0.5209*	0.1415*	-0.0872	0.1739*	0.2558*	0.1371*	1	
Ind.7 - Sociedade	-0.0148	0.1481*	0.4463*	-0.1398*	-0.2395*	0.0876	0.2573*	0.1740*	1

*p<0,05

A hipótese 3 prevê que ações sinérgicas complementares e subsequentes têm relação com o desempenho. As ações sinérgicas de transparência (I-5) e sociedade e questões sociais (I-7) apresentaram relações positivas, porém não significantes como desempenho financeiro. A ação sinérgica de engajamento com os *stakeholders* (I-6) apresentou uma relação oposta à esperada, ou seja, quanto maior o valor do indicador, menor o desempenho. O indicador apresentou relações não significantes para ROA nos anos t+1 e t+3, no entanto, para ROA t+2 observa-se uma relação negativa e significativa. Embora a magnitude da relação seja baixa (0.1355), ela indica que quanto mais ações de engajamento menor é o desempenho financeiro das empresas da amostra estudada. Esse resultado refuta a hipótese de que ações sinérgicas complementares e subsequentes tenham uma relação positiva com o desempenho. A Tabela 5 apresenta um resumo dos resultados encontrados.

Tabela 5: Resumo dos resultados dos testes de Hipóteses

	Variável de gestão	Variável de desempenho	Relação esperada	Conclusão
H1	Gestão Superior de <i>Stakeholders</i>	Desempenho Financeiro – ROA	Associação positiva entre as variáveis	Suportada
H2	Ações de criação de valor único	Desempenho Financeiro – ROA	Associação positiva entre as variáveis	Parcialmente suportada
H3	Ações complementares e subsequentes	Desempenho Financeiro – ROA	Associação positiva entre as variáveis	Não suportada

Uma premissa importante da literatura de *stakeholders* refere-se à expectativa que empresas que gerenciam de forma superior seus *stakeholders* também apresentam desempenho financeiro superior. Os resultados encontrados pela presente pesquisa reforçam essa expectativa e estão alinhados aos argumentos propostos por Harrison, Bosse e Phillips (2010) e Harrison e Wicks (2013).

Se por um lado a relação positiva entre a gestão de *stakeholders*, avaliada de forma desagregada, e o desempenho financeiro já tenha sido testada anteriormente (e.g. Berman *et al.*, 1999; Choi & Wang, 2009; Hillman & Keim, 2001), a análise das ações sinérgicas traz reflexões importantes para a teoria dos *stakeholders*. Este estudo analisou dois tipos de ações sinérgicas. O primeiro tipo é composto por indicadores que analisaram a criação de valor único, ou seja, ações com foco em grupos específicos de *stakeholders* (e que não diminuam o valor recebido por outro grupo). O segundo tipo é composto por indicadores que analisam a criação de valor para mais de um grupo de *stakeholder* ao mesmo tempo.

Com relação ao segundo tipo, ao contrário do esperado, ações consideradas complementares e subsequentes, as quais atingem de forma positiva diferentes grupos de *stakeholders* simultaneamente, não apresentaram resultados positivos na relação com o desempenho financeiro. Este resultado é contrário ao proposto por Tantaló e Priem (2016), ao assumirem que uma gestão com ações sinérgicas desse tipo tem mais propensão de criar valor conjunto para os *stakeholder* e melhorar o desempenho da organização.

Esses resultados podem indicar que ações mais específicas, ou seja, voltadas a um grupo único de *stakeholders* criem mais valor para esses grupos, por exemplo, salários e benefícios para funcionários, qualidade do produto para consumidores e assim por diante. Por outro lado, ações que atingem mais de um grupo ao mesmo tempo, como transparência e questões sociais, podem ser muito generalistas e não gerar o valor esperado.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando a relevância de estudos empíricos que exploram os fatores e variáveis que compõem os diferentes tipos de gestão de *stakeholders* e a possível relação entre esses tipos de gestão e os resultados financeiros das organizações, este trabalho teve como objetivo analisar a relação da gestão superior de *stakeholders* e das ações organizacionais para sinergia de *stakeholders* no desempenho organizacional. Os achados deste estudo trazem evidências empíricas de que as empresas que fazem uma melhor gestão estratégica no atendimento dos *stakeholders*, com relação suas demandas e interesses, alcançam melhores resultados financeiros. Há destaque ainda sobre a discussão das ações organizacionais de sinergia voltada aos *stakeholders*, cujos resultados das hipóteses não dão suporte para o que preconiza a teoria, em relação as ações complementares e subsequentes como primordial para a criação de valor e assim relação direta com os resultados da organização.

Com base nas discussões abordadas sobre as fundamentações teóricas e os resultados empíricos do presente estudo, é possível encontrar potenciais contribuições desta pesquisa. A primeira contribuição refere-se à operacionalização da mensuração da variável de gestão de *stakeholders* por meio da identificação e agrupamento dos indicadores analisados. Foi realizado um levantamento bibliográfico, com publicações nacionais e internacionais que utilizaram a teoria dos *stakeholders* para análise da gestão e seu desempenho, e após isso, foram comparados com os indicadores presentes no questionário da base de dados ISE. A análise e seleção desses indicadores possibilitaram tanto uma análise desagregada quanto conjunta dos indicadores que compõe a gestão superior de *stakeholders*, assim como os testes estatísticos de sua relação com o desempenho das organizações.

A segunda contribuição relaciona-se com a discussão sobre o efeito de ações organizacionais para sinergia de *stakeholders* no desempenho. Essa questão é levantada em alguns estudos teóricos, no entanto, existem poucas evidências empíricas sobre a relação. O estudo também lança luz sobre quais tipos de ações podem ter um melhor efeito no desempenho. Este estudo apresenta ainda implicações práticas. Para gestores da área, a operacionalização de variáveis instrumentáveis da gestão de *stakeholders* apresentada na seção de método pode ser usada para o monitoramento do desempenho da empresa frente a diversos grupos de *stakeholders* envolvidos no negócio.

O estudo também apresenta limitações que devem ser destacadas. A primeira limitação diz respeito ao reduzido número de observações, que se limitou às empresas que compuseram a carteira de empresas do ISE. Segundo, a amostra pesquisada é composta por grandes empresas de capital aberto, as quais não representam a realidade da maioria das empresas no Brasil. Por fim, os indicadores usados para mensurar a gestão superior de *stakeholders* limitaram-se aos indicadores presentes no ISE, porém, outras iniciativas poderiam ser utilizadas como proxies da gestão superior de *stakeholders* e das ações organizacionais para sinergia.

Acredita-se que estudos futuros possam ser realizados sobre outros tipos de gestão de *stakeholders*, seja com indicadores de gestão mais diversos ou específicos. Além disso, podem ser utilizados *lags* temporais de análise ampliados, para compreensão do desempenho da empresa no longo prazo. Ademais, outros métodos de coleta de dados, como *surveys*, podem ser usados para avaliar as relações estudadas.

O impacto deste estudo relaciona-se ao aprimoramento das práticas de gestão orientadas aos *stakeholders*, intrinsecamente ligadas ao processo de criação e distribuição de valor, e ao desempenho a longo prazo das organizações. Os indicadores que compõem a pesquisa são também de interesse comum a toda rede de *stakeholders*, uma vez que seu reflexo é multifacetado, ou seja, afeta em diferentes frentes e reforça o papel da organização como sendo um ator relevante na transformação da sociedade ao considerar as relações mais justas, éticas e sustentáveis para toda cadeia de valor.

REFERÊNCIAS

- Barakat, S. R., & Polo, E. F. (2016). Implicações estratégicas da responsabilidade social corporativa. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 10(2), 37-52.
- Barney, J. B., & Harrison, J. S. (2020). *Stakeholder Theory at the Crossroads*. *Business & Society*, 59(2), 203–212.
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S. & Jones, T. M. (1999). Does *stakeholder* orientation matter? The relationship between *stakeholder* management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42(5) 488-506.
- Boaventura, J. M. G., Cardoso, F. R., da Silva, E. S., & da Silva, R. S. (2009). Teoria dos *stakeholders* e teoria da firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN*, 11(32), 289-307.
- Boaventura, J. M. G., Bosse, D. A., Mascena, K. M. C., & Sarturi, G. (2020). Value distribution to *stakeholders*: The influence of *stakeholder* power and strategic importance in public firms. *Long Range Planning*, 53(2), 1-18.
- Boaventura, J. M. G., da Silva, R. S., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa: desenvolvimento metodológico e contribuição teórica dos estudos empíricos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 232-245.
- Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2016). Agency theory and bounded self-interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276-297.
- B3 (2020). Índice de Sustentabilidade Empresarial. Disponível em: <<http://www.iseb3.com.br/>>. Acesso em: março de 2020.
- Campos, T. L. C. (2006). Políticas para *stakeholders*: um objetivo ou uma estratégia organizacional?. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(4), 111-130.
- Clarkson, M. E. (1995). A *stakeholder* framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20(1), 92-117.
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic management journal*, 30(8), 895-907.
- Conner, T. W. (2017). Exploring the Diverse Effects of *Stakeholder* Engagement on Organizational Performance. *The American Review of Public Administration*, 47(6), 634-647.
- Dorobantu, S., & Odziemkowska, K. (2017). Valuing *stakeholder* governance: Property rights, community mobilization, and firm value. *Strategic Management Journal*, 38(13), 2682-2703.

- Egels-Zandén, N., & Sandberg, J. (2010). Distinctions in descriptive and instrumental *stakeholder* theory: A challenge for empirical research. *Business Ethics: A European Review*, 19(1), 35-49.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. Yale University Press.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge University Press.
- Freeman, R. E., Phillips, R., & Sisodia, R. (2020). Tensions in *stakeholder* theory. *Business & Society*, 59(2), 213-231.
- Bryson, J. M. (2004). What to do when *stakeholders* matter: *stakeholder* identification and analysis techniques. *Public management review*, 6(1), 21-53.
- Gallizo, J. L., Mar-Molinero, C., Moreno, J., & Salvador, M. (2017). Family business and value-added distribution: a socioemotional wealth approach. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*. 30(1), 1-22.
- Garcia, E. A. D. R., Sousa-Filho, J. M. D., & Boaventura, J. M. G. (2018). The influence of social disclosure on the relationship between Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(77), 229-245.
- Gieske, H., George, B., van Meerkerk, I., and Van Buuren, A. 2019. "Innovating and optimizing in public organizations: does more become less?". *Public Management Review*, 1-23.
- 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. (1999). *Stakeholders*, social responsibility, and performance: Empirical evidence and theoretical perspectives. *Academy of management Journal*, 42(5), 479-485.
- Harrison, J. S., Freeman, R. E., & Abreu, M. C. S. D. (2015). *Stakeholder* theory as an ethical approach to effective management: Applying the theory to multiple contexts. *Revista brasileira de gestão de negócios*, 17(55), 858-869.
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). *Stakeholder* theory, value, and firm performance. *Business ethics quarterly*, 23(1), 97-124.
- Henisz, W. J., Dorobantu, S., & Nartey, L. J. (2014). Spinning gold: The financial returns to *stakeholder* engagement. *Strategic Management Journal*, 35(12), 1727-1748.
- Herremans, I. M., Nazari, J. A., & Mahmoudian, F. (2016). *Stakeholder* relationships, engagement, and sustainability reporting. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 417-435.
- 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.
- Min, B. H., & Oh, Y. (2020). How Do Performance Gaps Affect Improvement in Organizational Performance? Exploring the Mediating Roles of Proactive Activities. *Public Performance & Management Review*, 1-24.

- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441.
- Park, C. H., Longo, J., & Johnston, E. W. (2019). Exploring Non-State *Stakeholder* and Community-Led Open Governance: Beyond the Three Pillars of Open Government. *Public Performance & Management Review*, 1-26.
- Pera, R., Occhiocupo, N., & Clarke, J. (2016). Motives and resources for value co-creation in a multi-stakeholder ecosystem: A managerial perspective. *Journal of Business Research*, 69(10), 4033-4041.
- Poister, T. H., Thomas, J. C., & Berryman, A. F. (2013). Reaching out to *stakeholders*: the Georgia DOT 360-degree assessment model. *Public Performance & Management Review*, 37(2), 302-328.
- Reynolds, S. J., Schultz, F. C., & Hekman, D. R. (2006). *Stakeholder* theory and managerial decision-making: Constraints and implications of balancing *stakeholder* interests. *Journal of Business Ethics*, 64(3), 285-301.
- Sarturi, G., de Mascena, K. M. C., Boaventura, J. M. G., & Pilli, L. E. (2018). Relação entre Saliência de *Stakeholders* e Desempenho Financeiro. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(2), 214-230.
- Serpa, D. A. F., & Fourneau, L. F. (2007). Responsabilidade social corporativa: uma investigação sobre a percepção do consumidor. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(3), 83-103.
- Sierra-García, L., Zorio-Grima, A., & García-Benau, M. A. (2015). *Stakeholder* engagement, corporate social responsibility and integrated reporting: An exploratory study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(5), 286-304.
- Stocker, F., Arruda, M. P., Mascena, K. M. C., Boaventura, J.M.G. (2020). *Stakeholder* engagement in sustainability reporting: a classification model. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 1–10.
- Stocker, F., & de Mascena, K. M. C. (2019). Orientação e gestão para *stakeholders* no processo de decisão organizacional. *Revista de Gestão e Secretariado*, 10(1), 167-191.
- Sulkowski, A. J., Edwards, M., & Freeman, R. E. (2018). Shake your *stakeholder*: Firms leading engagement to cocreate sustainable value. *Organization & Environment*, 31(3), 223-241.
- Susnienè, D., & Vanagas, P. (2007). Comprehensive *Stakeholder* Analysis as a tool for satisfaction of *Stakeholders* needs and interests. *Economics & Management*.
- Tantalo, C., & Priem, R. L. (2016). Value creation through *stakeholder* synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2), 314-329.
- Wernke, R. (2008). *Gestão financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais*. Saraiva.
- Zhao, X., & Murrell, A. J. (2016). Revisiting the corporate social performance-financial performance link: A replication of Waddock and Graves. *Strategic Management Journal*, 37(11), 2378-2388.
- Zhu, L., & Rutherford, A. (2019). Managing the Gaps: How Performance Gaps Shape Managerial Decision Making. *Public Performance & Management Review*, 42(5), 1029-1061.