

**UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO  
PROGRAMA DE MESTRADO E DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO**

**RENATO FABIANO CINTRA**

**CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*:  
MÉTRICAS E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**São Paulo**

**2018**

**Renato Fabiano Cintra**

**CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*:  
MÉTRICAS E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**VALUE CREATION IN THE CONTEXT OF STAKEHOLDER THEORY: METRICS  
AND EMPIRICAL EVIDENCES IN THE PERFORMANCE OF BRAZILIAN  
COMPANIES OPEN-CAPITAL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em  
Administração da Universidade Nove de Julho –  
UNINOVE, como requisito parcial para obtenção do  
grau de **Doutor em Administração**.

**ORIENTADOR: PROF. DR. BENNY KRAMER  
COSTA**

**São Paulo**

**2018**

## FICHA CATALOGRÁFICA

Cintra, Renato Fabiano.

Criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*: métricas e evidências empíricas no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. / Renato Fabiano Cintra. 2018.

147 f.

Tese (Doutorado) - Universidade Nove de Julho - UNINOVE, São Paulo, 2018.

Orientador (a): Dr. Prof. Benny Kramer Costa.

1. Teoria dos *stakeholders*. 2. Criação de valor. 3. Empresas de capital aberto.

I. Costa, Benny Kramer.

II. Título.

CDU 658

**CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*:  
MÉTRICAS E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**Por**

**Renato Fabiano Cintra**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração - PPGA da Universidade Nove de Julho – UNINOVE, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração, sendo a banca examinadora formada por:

---

Prof. Dra. Elizabeth Kyoko Wada – Universidade Anhembi Morumbi – UAM

---

Prof. Dr. João Mauricio Gama Boaventura – Universidade de São Paulo – USP

---

Prof. Dr. Benny Kramer Costa – Universidade Nove de Julho – UNINOVE

---

Prof. Dra. Vânia Maria Jorge Nassif – Universidade Nove de Julho – UNINOVE

---

Prof. Dr. Evandro Luiz Lopes – Universidade Nove de Julho – UNINOVE




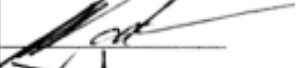
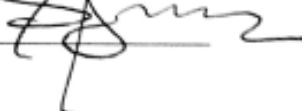
São Paulo, 22 de março de 2018.

**ATA DE DEFESA DE DOUTORADO**

Ao vigésimo segundo dia do mês de março de dois mil e dezoito às 14 horas, no Campus Memorial, Sala 117, 1º Andar, desta Universidade, reuniu-se em sessão pública a Comissão Julgadora da Tese de Doutorado de **Renato Fabiano Cintra**, sob o título "**Criação de Valor no Contexto na Teoria dos Stakeholders: Métricas e Evidências Empíricas no Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto**". Integraram a Comissão os Professores: Prof.(a) Dr.(a) Benny Kramer Costa. Prof.(a) Dr.(a) Evandro Luiz Lopes - Membro Interno, Prof.(a) Dr.(a) Vania Maria Jorge Nassif - Membro Interno, Prof.(a) Dr.(a) Elizabeth Kyoko Wada (Anhembi Morumbi) - Membro Externo, Prof.(a) Dr.(a) João Mauricio Gama Boaventura (FEA/USP) Membro Externo, sob a presidência do(a) Prof.(a) Dr.(a) Benny Kramer Costa, como orientador(a) da Tese.

A Banca Examinadora, tendo decidido aceitar a Tese, passou à arguição pública do(a) candidato(a). Encerrados os trabalhos os examinadores deram parecer final sobre a Tese.

**EXAMINADORES**

	<b>Parecer</b>	<b>Assinatura</b>
Prof.(a) Dr.(a) Benny Kramer Costa – Orientador(a)	<i>Aprovado</i>	
Prof.(a) Dr.(a) Evandro Luiz Lopes - Membro Interno	<i>Aprovado</i>	
Prof.(a) Dr.(a) Vania Maria Jorge Nassif - Membro Interno	<i>Aprovado</i>	
Prof.(a) Dr.(a) Elizabeth Kyoko Wada (Anhembi Morumbi) - Membro Externo	<i>Aprovado</i>	
Prof.(a) Dr.(a) João Mauricio Gama Boaventura (FEA/USP) Membro Externo	<i>Aprovado</i>	

Observações da Banca:

---



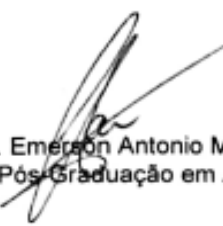
---



---

O(a) candidato(a) foi considerado(a) *aprovado*, no grau de Doutor em Administração. E, para constar, eu, Prof. Dr. Emerson Antonio Maccari, Diretor do Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA, lavrei a presente ata que assino juntamente com os membros da Banca Examinadora.

São Paulo, 22 de março de 2018.

  
 Prof. Dr. Emerson Antonio Maccari  
 Diretor do Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, pela saúde e força para concluir mais uma etapa no crescimento profissional.

À Universidade Nove de Julho, à direção do PPGA e seu corpo docente que oportunizaram conhecimento e experiências ímpares, além de proporcionarem a oportunidade de fazer um doutorado de excelência.

Ao meu orientador, Prof. Benny, com quem aprendi (e continuo aprendendo) que a academia vai muito além do que está escrito e formalizado. Meu muito obrigado pelo acompanhamento e por ter acreditado em meu trabalho.

A minha família, em especial a minha esposa Camille e filho João Gabriel, que abriram mão do convívio social e de muitas coisas para que eu pudesse concluir essa etapa. Meu muito obrigado por acreditarem em mim!

A todos os colegas alunos do PPGA, turma 2014, dos quais com certeza fiz muitos amigos. Em especial ressalto: Ivano (Doutor de Plantão), Capitão (Antônio), Alessandra, Diego (Juninho), Penha (Xará), Vanessa e Rosiele (Agregada), os quais estiveram sempre presentes e compartilhando as dificuldades, bem como o sucesso.

A todos os membros da banca examinadora, que me acompanharam em algum momento, seja em sala de aula, seja em conversas nos corredores, seja nos eventos ou na qualificação do projeto de tese. Meu muito obrigado pela disponibilidade e contribuições.

Enfim, agradeço a todos que colaboraram de forma direta ou indireta para a realização da tese, porque ninguém chega tão longe caminhando sozinho!

## RESUMO

Pesquisadores de gestão estratégica buscam explicar e prever o sucesso organizacional. A atenção aos *stakeholders* é uma questão estratégica à empresa. A tarefa dos executivos é administrar e moldar as relações entre os grupos de forma a criar valor para todos os *stakeholders* e não apenas aos acionistas. Nos últimos anos, o valor é apontado como questão central da teoria dos *stakeholders*. Pesquisas sugerem a necessidade de ampliar o escopo de análises empíricas da relação entre o tratamento dos *stakeholders* e desempenho da empresa, principalmente com o foco conceitual da criação de valor. Deste modo, a adoção de uma gestão de *stakeholders* e o desempenho ainda é uma questão que necessita aprofundamento. Também as abordagens quantitativas são necessárias para ampliar os resultados iniciais, além da necessidade de ampliar os resultados empíricos dos achados iniciais ao campo. Em função desses pontos que a teoria dos *stakeholders* pode ser desenvolvida e ampliada, o problema de pesquisa consiste em investigar: Como mensurar a gestão de *stakeholders* para a criação de valor? Qual a relação da adoção de uma abordagem de gestão de *stakeholders* e o desempenho da empresa? Qual o impacto da gestão de *stakeholders* no desempenho da empresa? Para responder as questões de pesquisas foram necessários a realização de cinco estudos. Importante destacar que os estudos se complementam, pois cada um deles contribuiu em elucidar um aspecto da discussão da criação de valor no contexto da TS: o estudo I consistiu na revisão sistemática da literatura internacional; o estudo II estruturou o estado da arte e propôs uma agenda de pesquisa futura; o estudo III possibilitou entender a estrutura intelectual que conecta os autores e agenda futura; o estudo IV consistiu na proposta teórica de métricas para a classificação da empresa quanto à gestão de *stakeholders*; e por fim, o estudo V consistiu nas evidências empíricas da proposta teórica, bem como testar a relação da gestão de *stakeholders* e desempenho da empresa. Os resultados possibilitam entender, estatisticamente e qualitativamente, que há relação de melhora no desempenho organizacional das empresas que tem uma gestão de *stakeholders*. Em outras palavras, traz evidências empíricas de que a gestão dos *stakeholders* desbloqueia e potencializa a criação de valor, bem como está relacionada positivamente com o desempenho da empresa, tendo em vista os melhores resultados e relação estatística significativa, quando comparado os grupos. A tese contribui com evidências empíricas da gestão de *stakeholders* no contexto da criação de valor, pois embora estudos anteriores já tenham investigado a relação dos indicadores no contexto das ações sustentáveis e/ou ações de responsabilidade social, a inserção da gestão de *stakeholders* como variável *dummy* para compreensão da criação de valor é inédita. Valida empiricamente a ideia de que a criação de conexões entre empresa e *stakeholders* abrem oportunidades invisíveis à criação de valor, bem como contribui com evidências empíricas da existência de relação entre gestão de *stakeholders* e desempenho organizacional superior.

**Palavras-chave:** Teoria dos *Stakeholders*, Criação de Valor, Empresas de Capital Aberto.

## ABSTRACT

Strategic management researchers seek to explain and predict organizational success. Attention to stakeholders is a strategic issue for the company. The task of executives is to manage and shape the relationships between groups in order to create value for all stakeholders, not just shareholders. In recent years, value has been pointed out as a central issue in stakeholder theory. Researchers suggest the need to broaden the scope of empirical analysis of the relationship between stakeholder treatment and company performance, especially with the conceptual focus of value creation. In this way, the adoption of stakeholder management and performance is still an issue that needs to be deepened. Also the quantitative approaches are necessary to broaden the initial results, as well as the need to broaden the empirical results of the initial findings to the field. Based on these points that stakeholder theory can be developed and expanded, the research problem consists of investigating: How to measure stakeholder management for value creation? What is the relationship between adopting a stakeholder management approach and company performance? What is the impact of stakeholder management on the company's performance? Five studies were required to answer the research questions. It is important to highlight that the studies complement each other, since each of them contributed to elucidate one aspect of the discussion of value creation in the TS context: study I consisted of a systematic review of the international literature; study II structured the state of the art and proposed a future research agenda; study III made it possible to understand the intellectual structure that connects the authors and future agenda; study IV consisted of the theoretical proposal of metrics for the classification of the company regarding the management of stakeholders; and finally, study V consisted of the empirical evidences of the theoretical proposal, as well as test the relation of the management of stakeholders and performance of the company. The results make it possible to understand, statistically and qualitatively, that there is a relation of improvement in the organizational performance of the companies that have a stakeholder management. In other words, it provides empirical evidence that the management of stakeholders unlocks and enhances the creation of value, as well as is positively related to the performance of the company, in view of the best results and significant statistical relation, when comparing the groups. The thesis contributes with empirical evidence of stakeholder management in the context of value creation, because although previous studies have already investigated the relationship of indicators in the context of sustainable actions and / or social responsibility actions, the insertion of stakeholder management as a dummy variable for understanding the creation of value is unprecedented. It validates empirically the idea that the creation of connections between company and stakeholders open up opportunities invisible to the creation of value, as well as contributes with empirical evidences of the existence of relationship between management of stakeholders and superior organizational performance.

**Keywords:** Stakeholder Theory, Value Creation, Companies Open-Capital.



## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1.</b> Etapas da revisão sistemática da literatura deste estudo.....	31
<b>Figura 2.</b> Publicação acumulada de 2000 até 2015.....	33
<b>Figura 3.</b> Periódicos aderentes ao tema <i>stakeholder theory</i> e <i>value creation</i> .....	35
<b>Figura 4.</b> Rede de autoria e coautoria no tema <i>stakeholder theory</i> e <i>value creation</i> .....	37
<b>Figura 5.</b> Interseção da abordagem e aspectos metodológicos.....	40
<b>Figura 6.</b> Direcionamentos identificados nos artigos para as futuras pesquisas.....	45
<b>Figura 7.</b> Procedimentos do estudo bibliométrico.....	61
<b>Figura 8.</b> Rede dos autores que discutem a criação de valor no contexto da teoria dos <i>stakeholders</i> .....	62
<b>Figura 9.</b> Mapa de citações dos 35 autores mais citados no contexto estudado.....	65
<b>Figura 10.</b> Autorias e contribuições ao campo do #Fator 1 (orientação para ganhos e desempenho).....	70
<b>Figura 11.</b> Autorias e contribuições ao campo do #Fator 2 (orientação social de responsabilidade da empresa).....	72
<b>Figura 12.</b> Síntese das métricas propostas no estudo teórico.....	84
<b>Figura 13.</b> Esquema teórico da influência das métricas no desempenho organizacional.....	85
<b>Figura 14.</b> Empresas que possuem atividades que tangenciam o turismo.....	90
<b>Figura 15.</b> <i>Stakeholders</i> , atributo e variação para análise.....	93
<b>Figura 16.</b> Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do <i>stakeholder</i> cliente.....	97
<b>Figura 17.</b> Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do <i>stakeholder</i> funcionário.....	98
<b>Figura 18.</b> Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do <i>stakeholder</i> fornecedor.....	99
<b>Figura 19.</b> Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do <i>stakeholder</i> comunidade local.....	100
<b>Figura 20.</b> Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do <i>stakeholder</i> com os indicadores de desempenho.....	101

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1.</b> Os 35 trabalhos mais citados nas referências.....	63
<b>Tabela 2.</b> Matriz de Componentes Rotacionada.....	64
<b>Tabela 3.</b> Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e receita líquida nos três períodos.....	103
<b>Tabela 4.</b> Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e receita líquida nos onze períodos.....	104
<b>Tabela 5.</b> Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e ROA nos três períodos.....	105
<b>Tabela 6.</b> Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e ROA nos onze períodos.....	106
<b>Tabela 7.</b> Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e EBITDA nos três períodos.....	107
<b>Tabela 8.</b> Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e EBITDA nos onze períodos.....	108
<b>Tabela 9.</b> Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e endividamento líquido nos três períodos.....	109
<b>Tabela 10.</b> Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e endividamento líquido nos onze períodos.....	110

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>14</b>
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA .....	15
1.1.1	Questão de Pesquisa .....	16
1.2	OBJETIVOS .....	16
1.2.1	Geral .....	16
1.2.2	Específicos .....	16
1.3	JUSTIFICATIVA PARA ESTUDO DO TEMA .....	17
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO .....	18
<b>2</b>	<b>ESTUDO I. TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i> E CRIAÇÃO DE VALOR:</b>	
	<b>REVISÃO SISTEMÁTICA DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA (2000 A 2015) .....</b>	<b>20</b>
2.1	INTRODUÇÃO .....	20
2.2	REVISÃO DE LITERATURA .....	22
2.2.1	Teoria dos <i>Stakeholders</i> .....	22
2.2.2	Criação de Valor .....	26
2.3	MÉTODO .....	32
2.4	RESULTADOS .....	35
2.4.1	Descrição Geral .....	35
2.4.2	Redes de Autoria e Coautoria .....	38
2.4.3	Método e Aspectos Metodológicos .....	42
2.4.4	Desafios e Oportunidades em Pesquisas Futuras .....	43
2.5	CONCLUSÕES DO ESTUDO I .....	47
<b>3</b>	<b>ESTUDO II. CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS</b>	
	<b><i>STAKEHOLDERS</i>: O QUE DIZEM OS ESTUDOS E PARA ONDE VAMOS? .....</b>	<b>49</b>

3.1	INTRODUÇÃO.....	49
3.2	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	50
3.3	CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i> . 51	
3.4	INDICAÇÕES DE AGENDAS FUTURAS: UMA REFLEXÃO .....	57
3.5	CONCLUSÕES DO ESTUDO II.....	58
<b>4</b>	<b>ESTUDO III. CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i>: ANÁLISE DAS CITAÇÕES E COCITAÇÕES NA PRODUÇÃO CIENTÍFICA INTERNACIONAL (2000-2016).....</b>	<b>59</b>
4.1	INTRODUÇÃO.....	59
4.2	TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i> : A CRIAÇÃO DE VALOR.....	61
4.3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	62
4.4	RESULTADOS .....	65
4.4.1	Análise das Citações.....	65
4.4.2	Análise Fatorial e Cocitações .....	66
4.5	DISCUSSÃO DOS FATORES .....	69
4.5.1	Apresentação do #Fator1: orientação para ganhos e desempenho da empresa .....	69
4.5.2	Apresentação do #Fator2: orientação social de responsabilidade da empresa .....	72
4.6	CONCLUSÕES DO ESTUDO III .....	74
<b>5</b>	<b>ESTUDO IV. CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i>: MÉTRICAS PARA A CLASSIFICAÇÃO DA EMPRESA .....</b>	<b>77</b>
5.1	INTRODUÇÃO.....	77
5.2	GESTÃO DE <i>STAKEHOLDERS</i> E DESEMPENHO ORGANIZACIONAL .....	79
5.3	ABORDAGENS DE GESTÃO DE <i>STAKEHOLDERS</i> : AS MÉTRICAS .....	81
5.4	CONCLUSÕES DO ESTUDO IV .....	88

<b>6</b>	<b>ESTUDO V. CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS STAKEHOLDERS: EVIDÊNCIAS NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO.....</b>	<b>89</b>
6.1	INTRODUÇÃO.....	89
6.2	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	91
6.2.1	Fase Qualitativa .....	91
6.2.2	Fase Quantitativa .....	96
6.3	EVIDÊNCIAS QUALITATIVAS DA CRIAÇÃO DE VALOR AOS STAKEHOLDERS.....	98
6.3.1	Evidências qualitativas da criação de valor para o <i>stakeholder</i> cliente.....	98
6.3.2	Evidências qualitativas da criação de valor para o <i>stakeholder</i> funcionário.....	99
6.3.3	Evidências qualitativas da criação de valor para o <i>stakeholder</i> fornecedor.....	101
6.3.4	Evidências qualitativas da criação de valor para o <i>stakeholder</i> comunidade local .	102
6.3.5	Evidências qualitativas da criação de valor aos <i>stakeholders</i> e desempenho organizacional.....	103
6.4	COMPARAÇÃO DE DESEMPENHO ENTRE GRUPOS: ENFOQUE QUANTITATIVO .....	105
6.5	CONCLUSÕES DO ESTUDO V .....	114
<b>7</b>	<b>CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES .....</b>	<b>116</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>118</b>
	<b>APÊNDICE A – BASE DA PESQUISA QUANTITATIVA (ESTUDO V).....</b>	<b>132</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A ideia que as organizações têm de *stakeholders* já se tornou senso comum na literatura de gestão (Donaldson & Preston, 1995) e aceita (Miles, 2015). O termo foi empregado em 1963, no *Stanford Research Institute* em um memorando interno, que estabeleceu *stakeholder* como aqueles grupos que, sem o seu apoio, a organização deixaria de existir (Freeman, 1984). A TS buscou entender as relações entre ambiente e empresa (Freeman, 1984) e com o tempo mudou foco às relações entre empresa e *stakeholders* (Höerisch, Freeman & Schaltegger, 2014). Nos últimos anos, tornou-se mais do que uma simples teoria de gestão estratégica e tem-se caracterizado como uma vasta tradição em pesquisa (McVea & Freeman, 2005), além de oportunidades futuras (Freeman, Harrison, Wicks, Parmar, & Colle, 2010).

A TS tem a discussão do valor desde origem, pois surgiu com o objetivo de entender e resolver três problemas do negócio: como o valor é criado e comercializado; conexão entre a ética e o capitalismo; e pensar a gestão de tal forma que os dois problemas sejam abordados (Freeman *et al.*, 2010). Assim, a TS inicia com a suposição de que os valores são necessariamente e explicitamente parte de fazer negócios (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004).

O valor é criado por um processo, que nem sempre é linear e estruturado (Grönroos & Voima, 2013). A criação de valor no negócio contemporâneo é uma questão complexa e multifacetada em que novos aspectos surgem (Lindfelt & Tonroos, 2006), mas central para a literatura de gestão (Laursen & Svejvig, 2016). E é por isso que tem atraído pesquisadores da área de estratégia, pois tem-se a premissa que o entendimento do negócio só é possível a partir do conceito de valor e criação de valor (Walter, Ritter & Gemüden, 2001).

Diversos avanços no campo da criação de valor, as limitações e fragilidades inerentes ao conceito, as condições necessárias para criar valor (Camilleri, 2012; Hall, Millo & Barman, 2015; Vidal, Berman & Van Buren, 2015) e a caracterização do processo como um todo apresentam questões pertinentes e passíveis de investigações futuras (Garriga, 2014), como é o caso da influência do *stakeholder* sobre o processo de criação de valor (Bridoux & Stoelhorst, 2014; Höerisch, Freeman & Schaltegger, 2014), para além do *stakeholder* primário (Schenkel, Krikke, Caniëls, & Van der Laan., 2015), ou ainda, o reflexo do valor

criado pela organização que gerem *stakeholders* (Harrison & Bosse, 2013) e a percepção de seu bem-estar no envolvimento e relacionamento com a organização (Garriga, 2014).

Logo, é natural que a criação de valor e mercado esteja intimamente ligada à ideia de criação de valor aos *stakeholders* (Freeman, Wicks & Parmar, 2004) e para a sociedade (Pies, Beckmann & Hielscher, 2010), assim, empresa e sociedade se entrelaçam e expectativas são criadas (Queen, 2015). A discussão da criação de valor no contexto da TS tem a premissa de que a empresa deve criar valor para maior número de *stakeholders* (Strand & Freeman, 2015). A motivação é a visão de que a criação de conexões entre os *stakeholders* abrirá oportunidades invisíveis à criação de valor (Camilleri, 2012). A abordagem da TS à criação de valor pode ser resumida: o negócio representa um conjunto de relações entre os diferentes *stakeholders* (clientes, fornecedores, funcionários, acionistas e financiadores, gestores e comunidades) que interagem e criam valor (Dumitru, Guse, Feleaga, Manguic, & Feldioreanu, 2015).

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Do ponto de vista da sociedade, o principal objetivo da empresa é a criação de valor (Pies, Beckmann & Hielscher, 2010) ou é explicitamente uma parte de fazer negócios (Freeman, Wicks & Parmar, 2004). A visão da criação de valor está enraizada no conhecimento idiossincrático do *stakeholder* individual (McVea & Freeman, 2005) ou na relação estreita com o objetivo organizacional (Harrison, Bosse & Phillips, 2010). O foco tem sido *stakeholders* primários – acionistas, proprietários, clientes, funcionários e fornecedores (Parmar *et al.*, 2010) ou apenas os consumidores (Smith, Drumwright & Gentile, 2010). Apesar dos artigos publicados sobre a TS, a investigação da criação de valor tem uma história curta (Garriga, 2014). Foi a partir de 2000 que a criação de valor foi incluída de fato na discussão da TS, e que se intensifica a partir de 2010 (Cintra *et al.*, 2015).

Resultados de pesquisas anteriores sugerem que existe necessidade de mais análises empíricas da relação entre o tratamento dos *stakeholders* e desempenho da empresa (Faleye & Trahan, 2011), principalmente com o foco conceitual da criação de valor (Garriga, 2014; Mitchell *et al.*, 2015) e nas dinâmicas de criação de valor (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). Nesse sentido, poucos estudos têm examinado o valor do ponto de vista do *stakeholder*, como apropriam o valor e os processos ou atividades através das quais os *stakeholders* criam valor (Garriga, 2014) e quais influencias dos *stakeholders* na criação de valor (Bridoux &

Stoelhorst, 2014; Höerisch, Freeman & Schaltegger, 2014), bem como o reflexo do valor criado pela organização que gerem *stakeholders* (Harrison & Bosse, 2013) e a percepção de seu bem-estar no envolvimento e relacionamento com a organização (Garriga, 2014).

Logo, a inclusão da TS na criação de valor é um dos problemas espinhosos que a teoria tem procurado abordar (Mitchell *et al.*, 2015) e por isso tem despertado interesse renovado nos estudiosos de estratégia, com intuito de melhor compreender a relação da TS e criação de valor (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). Retoma-se ao chamado de que a gestão precisa voltar para a compreensão de como o valor é criado e entregue em todos os seus detalhes particulares (Freeman, Wicks & Parmar, 2004).

### 1.1.1 Questão de Pesquisa

A tese tem-se a orientação para as seguintes questões de pesquisa: Como mensurar a gestão de *stakeholders* para a criação de valor? Qual o impacto da gestão para os *stakeholders* na criação de valor e desempenho da empresa?

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Geral

Estabelecer métricas para identificar a abordagem de gestão de *stakeholder* orientadas a criação de valor e avaliar o impacto da gestão de *stakeholders* no desempenho da empresa.

### 1.2.2 Específicos

- (a) Revisar de maneira estruturada e sistemática as pesquisas que discutem a criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* (Estudo I e Estudo II);
- (b) Analisar o campo científico da criação de valor no contexto da TS (Estudo III);
- (c) Propor métricas para identificar as abordagens de gestão de *stakeholders* (Estudo IV); e
- (d) Testar a relação da gestão de *stakeholders* com o desempenho organizacional (Estudo V).



### 1.3 JUSTIFICATIVA PARA ESTUDO DO TEMA

O campo de pesquisa da TS tem tido ao longo das últimas três décadas fôlego vigoroso em seus desdobramentos, entretanto ao fazer o recorte na criação de valor, percebe lacunas e oportunidades de pesquisa. Nesse sentido, investigar a TS com foco na criação de valor parecer ser oportunidade para evolução do campo (Cintra *et al.*, 2015; Garriga, 2014).

Assim, a inclinação ao tema se dá a partir da revisão sistemática da discussão da criação de valor no contexto da TS. Apesar dos indícios de que a gestão para os *stakeholders* desbloqueia e potencializa à criação de valor; e que existe uma forte razão à inclusão da TS na discussão de vantagem competitiva e desempenho da empresa (Harrison, Bosse & Phillips, 2010). No rol de 1.397 artigos indexados na base da *Web of Science* com a temática *stakeholder theory*, apenas 46 artigos abordam a criação de valor no contexto da TS.

Dentre as limitações encontradas sobre o assunto, pode-se destacar: forte concentração sobre o lucro à custa de outras contribuições e relações possíveis (Queen, 2015; Strand & Freeman, 2015; Walter, Ritter & Gemünden, 2001); pouca pesquisa empírica para desenvolver uma compreensão mais aprofundada (Castro-Martinez & Jackson, 2015; Garriga, 2014; Sweeney & Soutar, 2001) ou limitada a alguns estudos (Cintra *et al.*, 2015); falta de linguagem comum e precisa sobre a definição de valor e da dinâmica de como os processos de colaboração contribuem à criação de valor (Austin & Seitanidi, 2012); falta de investigação sistemática que torna difícil avaliar a criação de valor nas relações comerciais (Garriga, 2014; Walter, Ritter & Gemünden, 2001); dimensões pertencentes ao setor de serviços não foram abordadas (Camilleri, 2012; Ulaga, 2003); diferentes níveis, tipos e localização de valor são muitas vezes mal especificado, vago e avaliado de forma desigual (Austin & Seitanidi, 2012); sem uma base teórica sólida para a criação de valor (Grönroos & Voima, 2013); direcionadores de valor dentro de uma rede de relacionamentos não foram abordados (Ulaga, 2003; Xu & Li, 2011); fatores de sucesso são abundantemente demonstrados, mas muitas vezes sem fundamentar e especificar as relações causais com a criação de valor (Austin & Seitanidi, 2012); forte concentração na identificação das motivações organizacionais e de fatores críticos de sucessos em detrimento dos processos de criação de valor (Le Penneec & Raufflet, 2016); necessidade de desenvolver escalas multidimensionais de medição (Ulaga, 2003); forte inclinação de pesquisas que investigam a entrega de valor aos consumidores (Garriga, 2014; Lin & Lin, 2006; Sweeney & Soutar, 2001).

Portanto, os estudos desenvolvidos na tese buscam ampliar o nível de compreensão da criação de valor no campo da teoria dos *stakeholders*, bem como estruturar a discussão e compreender as correntes teóricas. Além disso, identifica métricas teóricas para identificar as abordagens e demonstram evidências empíricas de empresas brasileiras de capital aberto.

#### 1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Além da introdução, já apresentada, a tese foi organizada em cinco estudos. O primeiro estudo consistiu na revisão estruturada e sistemática da literatura internacional da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Foram levantados 46 artigos e compõem os resultados do estudo. Para atender a discussão fez-se revisão teórica sobre TS e criação de valor, pois entende-se que são eixos estruturantes da pesquisa.

O segundo estudo foi um ensaio teórico que objetivou estruturar o estado da arte da investigação científica da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*, bem como propor uma agenda de pesquisa futura ao tema. A amostra final dos artigos revisados foi orientada pelos artigos identificados na revisão sistemática (Estudo I), acrescido pelos artigos publicados em 2016. Totalizou, portanto, 52 artigos que foram lidos visando demonstrar o estado da arte da discussão da criação de valor no contexto da TS.

O terceiro estudo foi o bibliométrico da produção científica internacional orientada para as publicações provenientes da revisão sistemática da literatura (Estudo I) e estado da arte (Estudo II). A técnica utilizada foi a análise de citações, cocitações, escalonamento multidimensional e análise fatorial. Esse método possibilitou a identificação das obras mais proeminentes no campo da teoria dos *stakeholders* com o enfoque na discussão da criação de valor e, portanto, possibilitou entender a estrutura intelectual que conecta os autores (e propor uma agenda de pesquisa futura ao tema).

O quarto estudo consistiu na proposta teórica de métricas para a classificação da empresa quanto à gestão de *stakeholders*. Busca, a partir das métricas, discutir a relação da gestão de *stakeholders* e desempenho empresarial orientado nas duas abordagens principais: orientação mais social e orientação para ganhos. O estudo enquadra-se metodologicamente como ensaio teórico.

O quinto estudo consistiu nas evidências empíricas da proposta teórica das métricas para a classificação da empresa quanto à gestão de *stakeholders*. Buscou ainda, a partir das

métricas, evidenciar empiricamente a relação da gestão de *stakeholders* e desempenho empresarial orientado nas duas abordagens. Também tem a validação estatística de que a gestão de *stakeholders* influencia em desempenho superior nas empresas que as realizam, a partir do enfoque da matriz de materialidade para com os *stakeholders*. O estudo enquadra-se como qualitativo (análise de conteúdo) e quantitativo (teste de Mann-Whitney U).

## **2 ESTUDO I. TEORIA DOS *STAKEHOLDERS* E CRIAÇÃO DE VALOR: REVISÃO SISTEMÁTICA DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA (2000 A 2015)**

Neste capítulo é apresentada a revisão sistemática da produção científica internacional orientada para as publicações que fazem a discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Após os refinamentos foram levantados 46 artigos, dos quais 43<sup>1</sup> são revisados e compõem os resultados deste capítulo. O capítulo aborda como revisão de literatura a teoria dos *stakeholders* e a criação de valor, pois se destacam como eixos estruturantes à compreensão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Como resultados principais têm-se a evolução das pesquisas, os principais autores, as abordagens e os aspectos metodológicos e, por fim, os desafios e oportunidades em pesquisas futuras.

### **2.1 INTRODUÇÃO**

A origem da teoria dos *stakeholders* foi estruturada na academia nas áreas da sociologia, economia, política e ética (Freeman, 1984), mas foi na literatura específica do planejamento empresarial, teoria de sistemas, responsabilidade social corporativa e teoria organizacional que ganhou destaque (Mainardes, Alves, & Raposo, 2011). A teoria dos *stakeholders* surgiu como narrativa para resolver três problemas dos negócios e que estão interconectados: como o valor é criado e comercializado; conexão entre ética e capitalismo; e a preocupação com que os gestores pensem a gestão de tal forma que os dois problemas anteriores sejam abordados (Parmar, Freeman, Harrison, Wicks, Colle, & Purnell, 2010). A busca dessas questões levanta outras indagações no campo de pesquisa da teoria dos *stakeholders* (Freeman, Harrison, Wicks, Parmar, & Colle, 2010).

Freeman (1984) buscou explicar inicialmente o vínculo da organização e seu ambiente externo. A organização estava localizada no centro de várias relações interdependentes com diversos grupos (*stakeholders*), os quais apresentam necessidades e expectativas, que podem ser conflitantes. No intuito de evitar conflito, a organização deve realizar ações que promovam o equilíbrio de interesse (ou pelo menos compreender), para que assim sua existência se torne estável e seja prolongada, respeitando as dinâmicas do ambiente (Windsor, 2010). Para que isso ocorra, as ações dos gestores devem focar para além da organização e a

---

<sup>1</sup> 43 artigos foram os que estavam disponíveis para fazer o *download* na íntegra.

dinâmica atual do ambiente (complexo) amplia à necessidade do entendimento da cadeia de valor, das ações internas à organização, acrescida também em absorver *inputs* da constelação de valor externo (Salvado, Ferreira, & Costa, 2014) e reforça a visão sistêmica da teoria dos *stakeholders* e a complexidade organizacional (Xu & Li, 2011), que nenhuma organização é uma ilha em si mesma (Hall, 1984).

A atividade econômica é o cerne da teoria do *stakeholder*, pois tem o entendimento de que o valor econômico é criado pelas pessoas que se unem e colaboram para melhorar a circunstância de todos (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004). Em alguns casos vantagem competitiva torna-se vantagem cooperativa (Strand & Freeman, 2015). Neste aspecto, partem da ideia que a lógica da criação de valor está na descoberta de novas formas de gerar valor aos negócios, reforçando as relações que, uma vez inseridas no processo, podem ganhar e ao mesmo tempo contribuir na geração de valor. A teoria dos *stakeholders* se aproxima da criação de valor a partir de uma perspectiva que é diferente de outras teorias de gestão estratégica, haja vista que atividades e processos de criação de valor têm que ser entendida com base nas relações cruciais da empresa com seus *stakeholders* (Garriga, 2014). Para Freeman *et al.* (2010), o objetivo superordenado da teoria dos *stakeholders* é explicar a criação de valor. Logo, é na concepção de várias relações interdependentes, equilíbrio de interesses e atividade econômica que se faz a discussão da teoria dos *stakeholders* e criação de valor.

Apesar dos artigos publicados sobre a teoria dos *stakeholders*, a investigação sobre a criação de valor tem uma história curta (Garriga, 2014). Nesse panorama, o conceito de valor é um tema emergente na teoria, e são poucos os autores que adotam uma definição específica para o termo (Sarturi, 2015). A inclusão da teoria dos *stakeholders* na criação de valor é um dos campos que a teoria dos *stakeholders* tem procurado abordar (Mitchell, Van Buren, Greenwood, & Freeman, 2015) e, portanto, há um renovado interesse entre estudiosos de estratégia na relação entre a teoria dos *stakeholders* e as dinâmicas de criação e apropriação de valor nas empresas (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). Nesse contexto, a teoria de gestão precisa voltar para a compreensão de como o valor é criado e entregue em todos os seus detalhes (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004).

A teoria dos *stakeholders* converge para a discussão da criação de valor, principalmente sob o aspecto de que as empresas devem ser criadoras de valor partilhado e não apenas de lucro (Porter & Kramer, 2011) e criar valor torna-se o objetivo principal da atividade empresarial (Pies, Beckmann, & Hielscher, 2010) e essência para o sucesso

estratégico (Tantalo & Priem, 2016). A gestão para os *stakeholders* desbloqueia e potencializa incremento à criação de valor, bem como as condições que facilitam ou atrapalham o processo de criação de valor; e que existe uma forte razão à inclusão da teoria dos *stakeholders* na discussão de vantagem competitiva e desempenho da empresa (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Desta forma, a próxima onda de pesquisa na teoria dos *stakeholders* irá integrar melhor como se cria valor (Parmar *et al.*, 2010).

Nesse sentido, analisar a criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* parece oportuno (Cintra, Costa, Amâncio-Vieira, & Ribeiro, 2015; Garriga, 2014; Mitchell *et al.*, 2015), haja vista que estudos na disciplina de estratégia que tracem sua evolução, sua estrutura intelectual e avalie seus pontos fortes e fracos tem ganhado destaque (Nerur, Rasheed, & Natarajan, 2008; Pinto, Guerrazzi, Serra, & Kniess, 2016). Portanto, o estudo objetiva revisar sistematicamente os artigos publicados no cenário internacional que abordem a criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*, orientado pela questão: Qual o panorama da literatura internacional a respeito da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*? Para tanto, o estudo se sustenta numa revisão sistemática de 46 artigos que compõem a população na base de referências da *Web of Science*, e buscou elencar os seguintes aspectos: período de publicação, rede de autoria e coautoria, revistas aderentes à temática, trabalhos mais citados, abordagens e aspectos metodológicos e perspectivas e desafios para estudos futuros.

Como contribuição teórica tem-se a perspectiva distinta das pesquisas já realizadas e relacionadas à teoria dos *stakeholders* e criação de valor, além de apresentar de forma sistemática a síntese dos principais pontos de discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*, evidenciando tendências para as pesquisas futuras. O estudo também contribui no entendimento da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Por fim, tem-se como contribuição a estrutura mental desenvolvida para elaboração desse estudo.

## 2.2 REVISÃO DE LITERATURA

### 2.2.1 Teoria dos *Stakeholders*

A teoria dos *stakeholders* inicia com a suposição de que os valores são uma parte de fazer negócios (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004). Nos últimos anos, a teoria dos *stakeholders* tornou-se mais do que uma simples teoria de gestão estratégica e tem sido

caracterizada como uma vasta tradição em pesquisa (Mcvea & Freeman, 2005), além de oportunidades em futuras pesquisas (Freeman *et al.*, 2010).

Friedman e Miles (2006) ao revisar 75 publicações das quais retiraram 55 definições ao termo *stakeholders*, destacam que todas tomam a organização como o centro da discussão. Complementando a revisão anterior, Amâncio-Vieira (2010) apresenta 81 definições distintas ao conceito de *stakeholder*. Recentemente, Miles (2015) identificou em sua revisão sistemática 885 definições. As definições do termo *stakeholder* geram controvérsias e confusão entre os autores (Amâncio-Vieira, 2010; Mainardes, Alves, & Raposo, 2011; Miles, 2015), sobretudo dos erros interpretativos, distorções e equívocos introduzidos por investigadores simpatizantes da teoria (Martins, Ferreira-da-Silva, & Machado-Santos, 2014), aspectos ligados ao conceito continuam indeterminados, tais como: descritível, complexo e de caráter aberto (Miles, 2015) ou da profusão do uso por diferentes entidades (Silva, 2011).

A definição clássica de *stakeholder* é um grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance do objetivo da empresa (Freeman, 1984). Entretanto aqueles que podem afetar uma empresa nem sempre são os mesmos que podem ser afetados por ela (Fassin, 2009). Embora exista divergência ao conceito de *stakeholder* (Amâncio-Vieira, 2010; Mainardes, Alves, & Raposo, 2011; Miles, 2015), essa definição está alicerçada em dois princípios: da legitimidade empresarial e o do *stakeholder* fiduciário (Freeman, 2001). O primeiro foca que a organização deve ser gerenciada para o benefício dos *stakeholders*, pois em algum momento as decisões e ações da organização vão influenciar no seu bem-estar, enquanto que o segundo se baseia no fato que a gestão da organização tem uma relação de confiança com os *stakeholders* e para com a corporação como uma entidade abstrata (Friedman & Miles, 2006). Importante ter em mente, que ao se referir em influenciar a teoria dos *stakeholders* estabelece a gestão de relacionamentos com os *stakeholders*, e isto, não implica na ilusão de manipulá-los (Höerisch, Freeman, & Schaltegger, 2014). Gerente é definido na TS como agente de todos os *stakeholders* que devem assegurar o interesse do grupo (Queen, 2015).

Mais tarde, Freeman, Wicks e Parmar (2004) alteram e revisam os dois princípios: o primeiro é estabelecido como o princípio da responsabilidade do *stakeholder*, em que a empresa deve ser gerida no interesse dos *stakeholders*. No segundo, o princípio da responsabilidade do diretor é convergente com o primeiro, em que o diretor deve usar julgamento razoável para definir e dirigir os assuntos da empresa. Além disso, adicionam o terceiro princípio, recurso dos *stakeholders*, pois poderão interpor recurso contra os

administradores para a não realização do dever de cuidado necessário (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004).

No que diz respeito às definições de *stakeholders*, em geral, são conceituadas de duas maneiras: (i) indica a natureza da conexão entre organizações e *stakeholders*, normalmente destacada por um verbo: afetar, influenciar, interagir, impactar etc. (Friedman & Miles, 2006). Alguns verbos descrevem mais precisamente o tipo de relação, como responsabilizar, apoiar, depender, dar significado, arriscar algo de valor ou investir, prejudicar e beneficiar, expressar - revelando os interesses (Amâncio-Vieira, 2010). A segunda maneira é a inclusão na definição de um adjetivo ou qualificador da relação organização e *stakeholders*, que pode ser de ordem estratégica ou normativa (Friedman & Miles, 2006). Na definição de Freeman (1984) são as realizações dos objetivos da organização que afetam ou são afetadas pelos *stakeholders*. Trata-se de uma restrição estratégica, já que o número de *stakeholder* limita-se àqueles que afetam as metas estratégicas da organização. Qualificativos como reivindicações legítimas restringem quem deve ser considerado *stakeholder* por meio de critério normativo (Friedman & Miles, 2006).

Em síntese, a teoria dos *stakeholders*, em seu aspecto normativo e instrumental, busca internalizar o bem-estar dos *stakeholders* nas tomadas de decisões organizacionais (Garcia-Castro, Arino, & Canela, 2011). Assim, elemento central da teoria dos *stakeholders* é o que está gerando interesse mútuo entre os *stakeholders*, em vez de se concentrarem em *trade-off* (Höerisch, Freeman, & Schaltegger, 2014).

Com base nesses interesses mútuos, a teoria dos *stakeholders* tem por objetivo a criação de valor para todas as partes envolvidas (Freeman *et al.*, 2010). Essencial observar que a unidade de análise da teoria dos *stakeholders* não é a empresa, mas as relações entre ela e seus *stakeholders* (Freeman *et al.*, 2010; Höerisch, Freeman, & Schaltegger, 2014). Além disso, deve-se ter em mente que a evolução da teoria dos *stakeholders* não passa por uma definição universal dos *stakeholders*, mas sim no debate dos limites de identificação dos *stakeholders* (Miles, 2015) e desdobramentos do relacionamento entre empresa e *stakeholder* no processo de fazer negócio, ou mais especificamente, na criação de valor.

Parcela significativa da produção da teoria dos *stakeholders* concentrou-se na investigação de aspectos descritivos e empíricos (Höerisch, Freeman, & Schaltegger, 2014), os quais identificam diferentes maneiras de segmentar e priorizar a gama de *stakeholders* (Laplume, Sonpar, & Litz, 2008; Liston-Heyes & Liu, 2013; Siqueira, Pajanian, & Telles, 2015), a fim de apontar diferentes modos de lidar com os *stakeholders* em cada segmento



(Vazquez-Brust, Liston-Heyes, Plaza-Úbeda, & Burgos-Jiménez, 2010; Amâncio-Vieira, 2010), principalmente em relação aos grupos primários e secundários (Parent & Deephouse, 2007), bem como motivação e influência social (Weitzner & Deutsch, 2015).

O grupo primário está atrelado diretamente à sobrevivência da empresa e para os quais a empresa tem deveres especiais, e o secundário não tem nenhuma reivindicação formal sobre a empresa e a gestão não tem deveres especiais que lhes digam respeito, no entanto a empresa pode ter deveres morais, tais como não lhes fazer mal algum (Freeman *et al.*, 2010). Weitzner e Deutsch (2015) reconhecem que as tomadas de decisões relacionadas com os *stakeholders* resultam da interação do grupo e que tomadores de decisão não se limitam àquelas encontradas dentro dos limites da empresa, caracterizando a influência social.

A TS impele aos gestores para ser claro sobre como querem fazer negócios, especificamente no tipo de relações que querem e precisam criar com os *stakeholders* para cumprir seu propósito (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004) e amplia o entendimento do relacionamento entre empresa, proprietários/acionistas e *stakeholders* que constituem a rede (Queen, 2015). Também proporciona aos gerentes maior capacidade para lidar com o desafio do negócio (visão pragmática e pluralista da teoria), porque eles podem oferecer não só a recompensa financeira, mas a linguagem e ação para mostrar que eles valorizam as relações com os grupos, além do trabalho para fazer avançar os seus interesses em longo prazo.

Para McVea e Freeman (2005) a abordagem da teoria dos *stakeholders* é a única que proporciona ênfase sobre as relações que compõem as redes, a partir da qual novas ideias de criação de valor são geradas. É natural que a própria ideia de criação de valor e do mercado esteja intimamente ligada à ideia de criação de valor aos *stakeholders* (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004). A motivação fundamental de tais abordagens é a visão de que a criação de conexões entre as *stakeholders* abrirá oportunidades invisíveis para a criação de valor (Camilleri, 2012). A abordagem da teoria dos *stakeholders* à criação de valor pode ser resumida em: o negócio representa um conjunto de relações entre os diferentes *stakeholders* (clientes, fornecedores, funcionários, acionistas e financiadores, gestores e comunidades) que interagem e criam valor (Dumitru, Guse, Feleaga, Mangiuc, & Feldioreanu, 2015).

Apesar de ser uma teoria bastante intuitiva, as críticas apontadas colocam-se no aspecto conceitual (Miles, 2015) e nas distorções dos investigadores simpatizantes da teoria (Martins, Ferreira-da-Silva, & Machado-Santos, 2014). Também é prática comum posicionar a teoria dos *stakeholders* como um contrapeso para a teoria dos acionistas (Strand & Freeman, 2015). A diferença fundamental da teoria dos *stakeholders* e do acionista, é que a primeira

considera o interesse de todos os *stakeholders* independentemente do impacto para os lucros da empresa (Queen, 2015). Em outras palavras, a teoria dos *stakeholders* vê a criação de valor para uma ampla gama de *stakeholders* como um objetivo primário da empresa e isso vai além dos interesses dos acionistas pautados na teoria do acionista (Strand & Freeman, 2015).

Antes de avançar na revisão de literatura da criação de valor, têm-se as pesquisas já desenvolvidas que buscaram demonstrar o estado da arte ou novas vertentes de utilização da teoria dos *stakeholders*. Freeman *et al.* (2010) apresentam o estado da arte da teoria dos *stakeholders* e os caminhos já percorridos da teoria: gestão estratégica, finanças, contabilidade, gestão e marketing. Chabowski, Mena e Gonzalez-Padron (2011) ao concentrar os estudos bibliométricos nos *journals* de *marketing* com o tema sustentabilidade, encontram a utilização da teoria dos *stakeholders* como suporte teórico. Linnenluecke e Griffiths (2013), ao analisarem o desenvolvimento do conhecimento e as lacunas na literatura dos negócios sobre a relação entre empresas, ambiente e sociedade, identificam que, ao longo dos últimos 50 anos, o campo da sustentabilidade empresarial surgiu a partir de alguns nós primários de pesquisa e se desenvolveu em quatro teorias principais: a teoria do desempenho social das empresas, a teoria dos *stakeholders*, o debate da CSP (*corporate social performance*) e desempenho econômico e o debate ecológico da gestão (*greening of management*). Cintra, Amâncio-Vieira, Suzuki e Costa (2014), a partir dos recursos da bibliometria, identificam o perfil dos autores que publicam sobre TS no cenário brasileiro e listam as obras mais relevantes e citadas. Flórez-Parra, López-Pérez e López-Hernández (2014), após a análise bibliométrica do tema governo corporativo no setor público, encontraram que os pioneiros utilizavam a TS como suporte teórico.

Portanto, percebe-se que o estudo proposto ao campo da teoria dos *stakeholders* se caracteriza como pioneiro, pois não existe artigo que busque que revise a discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Além disso, demonstra oportunidades e desafios ao desenvolvimento da teoria dos *stakeholders*, na ótica dos artigos revisados.

### 2.2.2 Criação de Valor

O conceito de valor nos negócios tem atraído a atenção de acadêmicos e gestores e tem sido utilizado, principalmente, no marketing (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001), particularmente pela corrente preocupada com o consumidor (Senra, 2015). A inclinação se deve ao fato de que o valor sempre foi base fundamental das atividades de marketing (Ulaga,

2003) ou conceito chave no marketing com orientação ao valor de uso e valor de troca (Grönroos & Voima, 2013) e, associado com a ideia de utilidade, em que os consumidores gastam sua renda para maximizar a satisfação ou utilidade dos resultados (Garriga, 2014).

O valor é criado por um processo, que nem sempre é linear e estruturado e, por isso, entende-se por criação de valor como o surgimento ou formação do valor (Grönroos & Voima, 2013). O conceito de criação de valor do negócio não é novo para a academia (Camilleri, 2012), tendo em vista que a criação de valor foi discutida em outros campos da literatura e, em geral, como parte do discurso de missão e objetivos organizacionais (Sweeney & Soutar, 2001) – gestão estratégica e tem a premissa que o entendimento do negócio só é possível a partir do conceito de valor (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001) ou que o principal objetivo de qualquer negócio é criar valor (Lin & Lin, 2006). Existe uma associação positiva entre a criação de valor e competitividade das empresas ou vantagem competitiva (Ulaga, 2003; Lin & Lin, 2006). Credita-se a essa relação que a criação de valor se tornou tema central na área de gestão estratégica e tem recebido atenção considerável, tanto no nível micro (individual e em grupo), quanto macro (organização e sociedade) (Garriga, 2014).

Vale destacar que existe uma corrente teórica que atribui ao modelo de negócio, no campo das questões estratégicas, a explicação de como se cria e captura o valor (Zott, Amit, & Massa, 2011). Este estudo entende que o modelo de negócio é contemplado quando se discutem questões ligadas ao processo da criação de valor, tais como processo e mecanismos. Mesmo assim, reconhece a existência de lacuna de estudo sobre modelo de negócio, no contexto da teoria dos *stakeholders*, sobre o prisma da criação e cocriação de valor no modelo de negócio e participação dos *stakeholders* (Miller, Mcadam, e Mcadam, 2014).

A criação de valor é um conceito complexo e multifacetado (Lindfelt & Tornroos, 2006), mas central para a literatura de gestão e organização (Laursen & Svejvig, 2016). Atribui isso ao conceito por três questões principais: o conceito é de natureza multidisciplinar e definida sob a ótica de várias disciplinas (gestão estratégica, comportamento organizacional, gestão estratégica de recursos humanos, finanças corporativas, marketing, psicologia organizacional e outras); a criação de valor refere-se tanto conteúdo (o que é valor?), quanto ao processo (como é valor gerado?); e o processo de criação de valor é confundido com quem cria valor e quem captura de valor, e dessa forma é preciso distinguir entre a criação de valor e captação de valor (Laursen & Svejvig, 2016). É por isso que a criação de valor aplica-se e pode ser vista sob vários níveis ou aspectos: micro (individual ou grupo/coletivo), meso (organização) e macro (redes, indústrias ou sociedade) (Laursen & Svejvig, 2016).

É importante ter em mente o conceito de valor, para que a discussão de criação de valor faça sentido. A definição mais comum de valor é a relação ou *trade-off* entre qualidade e preço (Sweeney & Soutar, 2001) comparado com a concorrência (Lin & Lin, 2006). Em outras palavras, o valor pode ser considerado como um *trade-off* entre os benefícios [o que você tem] e os sacrifícios [o que você dá] (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001; Ulaga, 2003).

Os componentes qualidade e preço têm causado efeitos diferentes nas visões e perspectivas dos atores envolvidos, pois o valor tem sido discutido em um nível genérico e pode ser facilmente confundido com satisfação, no entanto são constructos distintos (Sweeney & Soutar, 2001), além de o preço figurar na corrente pioneira da discussão de valor e a satisfação na corrente posterior (segunda onda), que inclui o valor e relaciona-o com a reputação, relacionamento, satisfação e retenção de clientes (Matthyssens, Bocconcelli, Pagano, & Quintens, 2016). A principal diferença entre satisfação e valor está que a primeira está atrelada ao pós compra com a utilização do produto ou serviço – constructo unidimensional, enquanto que o valor está ligado ao processo como um todo – constructo multidimensional (Sweeney & Soutar, 2001).

O conceito de valor apresenta quatro características recorrentes: o valor é um conceito subjetivo; é conceituado como um *trade-off* entre os benefícios e sacrifícios; os benefícios e os sacrifícios podem ser multifacetados; e as percepções de valor são em relação à concorrência (Ulaga, 2003). O valor é criado em diferentes horizontes temporais; o valor pode assumir diferentes formas (tangível e intangível) (Dumitru *et al.*, 2015). Em geral, os autores identificam quatro tipos de valores: econômicos; ambientais e sociais; do cliente; e informações de valor ou valorosas (Koppius, Ozdemir, & Vander Laan, 2011; Krikke, 2011; Kumar & Malegeant, 2006, Mollenkopf, Frankel, & Russo, 2011; Schenkel, Krikke, Caniëls, & Van der Laan, 2015).

A importância das relações comerciais na criação de valor às empresas parceiras está amplamente assumida na literatura (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001) e existe necessidade de compreensão de como as empresas criam e entregam valor nas relações comerciais (Ulaga, 2003) ou facilitadores e barreiras na criação de valor (Lin & Lin, 2006). Há pouco consenso sobre o que é criação de valor e como ela pode ser alcançada (Garriga, 2014).

Ulaga (2003) destaca que nas relações comerciais (ou trocas de mercado) todas as partes envolvidas esperam ganhar valor. O valor da empresa pode ser identificado a partir de três fontes principais: funcionários, processos e clientes ou investidores através de reinvestimento (Lin & Lin, 2006). Vê também uma inclusão dos *stakeholders* no processo de

criação e discussão do valor, pois clientes, fornecedores e outros estão tornando-se uma importante fonte de vantagem competitiva, porque, além de receitas, podem obter ideias de produtos, tecnologias e/ou acesso ao mercado (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001). Desta forma, as pesquisas orientam a empresa a posicionar-se para além da concorrência baseada unicamente no preço e a se diferenciar em outras direções da criação de valor (Ulaga, 2003).

Apesar da tendência crescente em considerar e usar as relações comerciais como meio de criação de valor, a literatura é deficiente em alguns aspectos (Grönroos & Voima, 2013). Há uma forte concentração sobre o lucro como valor à custa de outras contribuições e relações possíveis (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001). Apesar da importância do conceito valor, há pouca pesquisa empírica para desenvolver uma compreensão mais aprofundada (Sweeney & Soutar, 2001). Falta de uma linguagem comum e precisa sobre a definição de valor e da dinâmica de como os processos de colaboração subjacentes diferentes contribuem à criação de valor (Austin & Seitanidi, 2012). A falta de uma investigação sistemática torna difícil avaliar a criação de valor nas relações comerciais (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001).

As dimensões pertencentes ao setor de serviços não foram abordadas e, portanto, as particularidades do setor criam a expectativa de um conjunto diferente de dimensões da criação de valor (Ulaga, 2003). Diferentes níveis, tipos e localizações de valor são muitas vezes mal especificados, vagos e avaliados de forma desigual (Austin & Seitanidi, 2012). Dada à natureza do valor no negócio, é fundamental às empresas compreender os mecanismos e meios de criação de valor (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001). Para compreensão do conceito de valor tem de ser discutido o lado oposto dos benefícios, isto é, os sacrifícios (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001).

A pesquisa empírica é limitada a alguns estudos (Ulaga, 2003). Os papéis de prestadores de serviços e clientes permanecem analiticamente não especificados, sem uma base teórica sólida à criação de valor (Grönroos & Voima, 2013). Direcionadores de valor dentro de uma rede de relacionamentos não foram abordados (Ulaga, 2003). Fatores de sucesso são abundantemente demonstrados, mas muitas vezes sem fundamentar e especificar as relações causais com a criação de valor (Austin & Seitanidi, 2012). Necessidade de desenvolver escalas multidimensionais de medição com base nas oito dimensões de valores nas relações de comprador-vendedor (Ulaga, 2003).

Na revisão de literatura percebe-se forte inclinação das pesquisas que investigam a entrega de valor aos consumidores (Sweeney & Soutar, 2001; Lin & Lin, 2006) ou quase que exclusivamente sobre os clientes da organização (Garriga, 2014), em um nível individual

(Grönroos & Voima, 2013), na participação dos consumidores no processo (Franke & Piller, 2004), nas relações entre comprador e vendedor (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001; Ulaga, 2003), com a inclusão dos aspectos – simbólicos, hedônicos e estéticos do processo de consumo – que levam ao entendimento do valor (Sweeney & Soutar, 2001), e aos acionistas e investidores com retornos superior ao valor investido (Lin & Lin, 2006).

A principal razão por de trás dessa concentração é a suposição de que as empresas só vão ter sucesso no mercado, uma vez que oferecem um valor a mais para seus clientes, em comparação com os seus concorrentes (Walter, Ritter, & Gemünden, 2001). O foco da empresa está no valor financeiro e o cliente no valor do produto/serviço nos seus diversos aspectos, e conjuntamente compõem os dois lados da moeda do processo de criação de valor (Grönroos & Voima, 2013). A criação de valor implica um processo que aumenta o bem-estar do cliente, de modo que o usuário se torna melhor em algum aspecto (Grönroos, 2008). Até por isso, para muitos autores, a qualidade de entrega do valor é a única coisa que importa (Sweeney & Soutar, 2001). Por estas razões há um foco crescente sobre o papel de criação de valor por meio da interação entre fornecedores e clientes (Matthyssens *et al.*, 2016).

Outros estudos têm focado na criação de valor pelos consumidores a partir de *toolkits* – ferramenta que permite a participação ativa do cliente no desenvolvimento dos produtos (Franke & Piller, 2004) ou respostas do mercado na criação de valor sob o prisma da ética (Karim, Suh, & Tang, 2016) ou, ainda, a criação de valor como elemento essencial aos relatórios integrados de sustentabilidade empresarial (Dumitru *et al.*, 2015). A visão fundamentada no cliente, no contexto da lógica dominante do serviço, faz com que surja o valor em uso para o cliente como uma função proveniente de experiências (Grönroos, 2008; Grönroos & Ravald, 2011; Grönroos & Voima, 2013; Helkkula, Kelleher, & Pihlström, 2012) e caracteriza-se uma visão orientada pela perspectiva cognitiva (Grönroos & Voima, 2013). Quando o valor é percebido como valor em uso para o cliente, o foco passa para além da personalização de produtos/serviços, pois a criação de valor torna-se um processo contínuo que enfatiza as experiências, lógica e capacidade do cliente em extrair valor a partir de produtos e outros recursos utilizados (Grönroos & Voima, 2013).

Alguns modelos foram identificados, mas mesmo assim a visão da criação de valor ao campo continua parcial e incompleta (Grönroos & Voima, 2013). No modelo de Sweeney e Soutar (2001), validado sob o contexto de pré e pós compra de bem durável, sob a perspectiva do consumidor, quatro dimensões de valor são identificadas: valor emocional (sentimentos ou estados afetivos que um produto gera), valor social (capacidade de o produto aumentar à

autoconcepção social), qualidade/desempenho (qualidade percebida e desempenho esperado do produto), preço/valor monetário (redução da sua percepção de custos no curto e no longo prazo). A dimensão valor emocional teve uma importância maior que as outras à compra do produto em comparação à qualidade/desempenho sobre a percepção de valor (Sweeney & Soutar, 2001).

Walter, Ritter e Gemünden (2001) identificam que, no contexto das pequenas e microempresas, a percepção de valor é formada pelas relações diretas e indiretas e, portanto, fornecem evidências adicionais ao conhecimento sobre a importância das relações de negócios à criação de valor, bem como uma matriz para classificação dos grupos sob o prisma da criação de valor e relações estabelecidas. Ulaga (2003) identificam oito dimensões da criação de valor nas relações entre fornecedor-cliente: qualidade do produto, serviço de suporte (assistência), distribuição (entrega), conhecimento do fornecedor, tempo de mercado, interação pessoal, custo direto do produto/preço e custo do processo. Lin e Lin (2006) identificam, na opinião dos gestores, que os *drivers* da criação de valor são: competências distintivas, experiência pessoal, formação/aprendizagem, trabalho em equipe, inovação/evolução, inovação e capacidade de desenvolvimento, e capacidade de diferenciação. Ponto importante no processo de criação de valor é a capacidade da empresa na organização do processo como um todo (Lin & Lin, 2006).

Para Austin e Seitanidi (2012), o espectro da criação de valor postula quatro fontes potenciais de valor, o qual é orientado à colaboração de valor: complementaridade do recurso, recurso natural, fluxo e uso do recurso, e interesses relacionados. Assim, quatro grupos da criação de valor são estabelecidos: valor associativo (legitimidade ou credibilidade); valor dos recursos transferidos (subsídios e inteligência de mercado); valor da interação (o acesso às redes e relacionamentos melhorados); e valor sinérgico (isto é, aprendizagem e inovação). Para Dumitru *et al.* (2015), os fatores envolvidos na criação de valor de uma organização são: o ambiente externo, missão e visão da organização, a governança, o modelo de negócios, capitais como entradas, atividades de negócios, produtos, resultados, riscos e oportunidades, estratégia, alocação de recursos, desempenho e perspectivas.

Apesar dos achados é importante destacar que existem barreiras que impedem a criação de valor ao cliente, na opinião dos gestores, tais como: ambiente de desconfiança, conhecimento inadequado, baixa capacidade tecnológica, assistência deficitária, serviços e atitudes ruins (Lin & Lin, 2006). O conhecimento dos processos intraorganizacionais que impulsionam a criação de valor e as consequências para a organização com respeito à

vantagem competitiva sustentável é ainda subdesenvolvida no campo do conhecimento (Mattyssens *et al.*, 2016).

Finalmente, sob a ótica da gestão de projetos, a investigação sobre a criação de valor deve ser orientada através de quatro direções para pesquisas futuras: a nova gestão de valor através da combinação de valor, benefícios e custos; a criação de valor com a captura de valor; aplicação de uma abordagem holística para projeto, portfólio e gestão estratégica; e teorizar através da aplicação de modelos e estruturas independentes (Laursen & Svejvig, 2016). Assim, paira a dúvida: que tipo de liderança, gestão e governança é necessário para criar valor por meio do engajamento de múltiplos *stakeholders* (Dentoni, Hospes, & Ross, 2012) em um ambiente complexo e dinâmico?

Ao resgatar pesquisas anteriores, percebe-se que nenhuma delas se aproxima a este estudo, pois Järvenpää e Mäkinen (2007) focaram a ideia de se tecnologias bem-sucedidas ou não podem ser diferenciados, observando a visibilidade no ambiente de negócios e nota que o potencial valor de criação pode ser reconhecido no início do projeto, mesmo antes da efetiva comercialização. Ferreira *et al.* (2014) ao examinar a estratégia existente e negócios internacionais na literatura de fusões e aquisições recomendam que futuras pesquisas devem entender melhor como o valor é criado nas fusões e aquisição. Sánchez-Riofrío, Guerras-Martín e Forcadell (2015) realizam bibliometria sobre *business portfolio restructuring* (BPR) e promovem um paralelo com a gestão estratégica, as quais destacam que o BPR objetiva criar valor aos acionistas e a existência de uma relação de conflito entre os agentes no objetivo de crescimento e criação de valor.

Portanto, o estudo proposto aqui tem contribuição ao campo, pois tem o objetivo de demonstrar a discussão da criação de valor para além da visão do *marketing*, que centra no cliente/consumidor. Na sequência serão demonstrados os procedimentos metodológicos utilizados no estudo.

### 2.3 MÉTODO

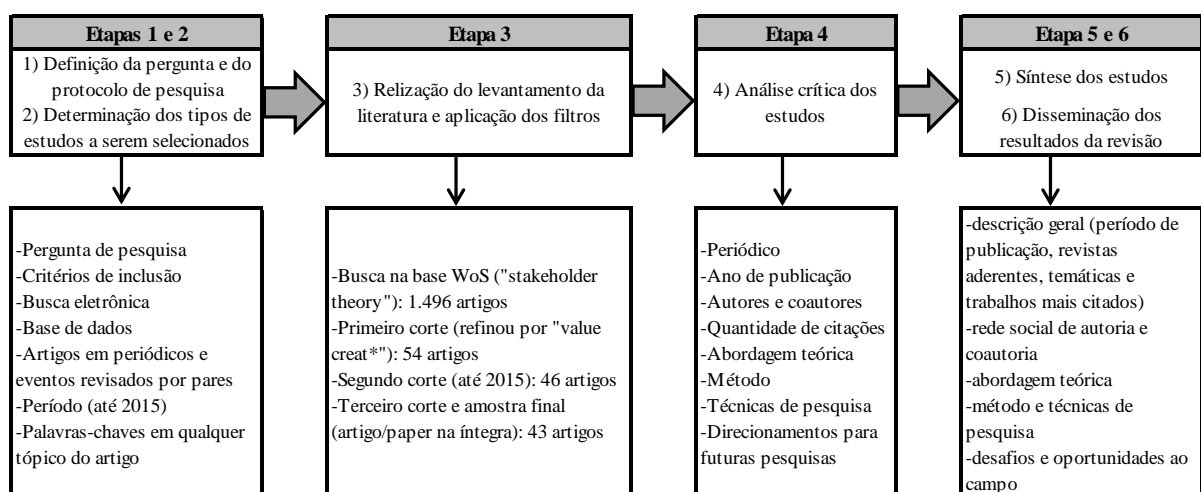
O presente estudo se sustenta na revisão bibliográfica sistemática, rede social e na análise de conteúdo dos artigos publicados no cenário internacional e indexados na base de referências da *Web of Science*. Optou pela base da *Web of Science* tendo em vista que é uma das mais importantes na busca de publicações científica internacional no campo das ciências



sociais aplicadas, com artigos indexados desde 1945, além de ser uma base multidisciplinar que indexa somente os periódicos mais citados em suas áreas e possui mais de 9 mil periódicos indexados e, portanto, a escolha fora baseada na importância da base ao campo. A base da *Web of Science* figura entre as duas mais utilizadas para pesquisas bibliométricas e afins (Quevedo-Silva, Santos, Brandão, & Vils, 2016).

A revisão sistemática é um modo de sintetizar os resultados de pesquisas e difere dos demais métodos de pesquisa pela sua rigorosidade (Galvão, Sawada, & Trevizan, 2004). A revisão sistemática está apta para responder uma pergunta determinada, por meio de métodos explícitos com a finalidade de identificar, selecionar e avaliar criticamente os estudos, assim como, para coletar e analisar os dados destes estudos (Rother, 2007). A revisão sistemática com base em sua síntese rigorosa busca evitar e superar possíveis vieses que o pesquisador possa ter no momento da análise da literatura sobre um tema (Botelho, Cunha, & Macedo, 2011). Também constitui em uma forma de analisar a diversidade de conhecimento existente em uma área acadêmica, sendo que, para tanto, baseia-se em um método que pode ser replicável e transparente (Tranfield, Denyer, & Smart, 2003).

Pesquisas de revisão devem dimensionar com clareza a abrangência e os critérios na seleção da amostra (Petticrew & Roberts, 2006). Para operacionalização do estudo foram respeitadas seis etapas: definição da pergunta e do protocolo de pesquisa; determinação dos tipos de estudos a serem localizados; realização do levantamento da literatura e aplicação de filtros; análise crítica dos estudos; e disseminação dos resultados da revisão (Figura 1).



**Figura 1.** Etapas da revisão sistemática da literatura deste estudo

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Assim, antes de buscar os artigos que tratem conjuntamente a teoria dos *stakeholders* e criação de valor, foi realizada uma investigação inicial na base de dados utilizada com as palavras “*stakeholder theory*” e “*value creation*”, onde foi possível identificar 1.496 e 4.720 artigos, respectivamente. Dessa forma, optou-se em selecionar os artigos que irão compor o trabalho obedecendo aos seguintes critérios: buscou pela palavra “*stakeholder theory*” e na sequência realizou refinamento com a palavra “*value creation*”, em qualquer parte: título, resumo ou palavras-chave. O horizonte temporal da seleção foi desde 1945 (primeiro ano disponível) até 2015, entretanto os artigos indexados na base mostram que a discussão iniciou a partir de 2000 e, portanto, ficou estabelecido o período de 2000 até 2015.

Vale ressaltar que é um tema atual, pois em levantamento anterior só foram verificados, de fato, que estudos conjuntos entre *stakeholder theory* e *value creation* a partir de 2000 e se intensificaram em 2010 (ver Cintra *et al.*, 2015). No total foram encontrados 46 artigos que atendem às características da pesquisa, em razão de conterem no título, resumo ou palavras-chave os referidos termos buscados. Buscou obter todos os artigos, entretanto dos que estavam disponíveis, tanto na base quanto em outros sites totalizaram 43 artigos. Entende que a agregação e o filtro operado mostraram-se suficiente para o objetivo proposto.

Para promover a revisão e análise dos artigos foram coletadas as seguintes informações: o ano de publicação, nome dos autores e coautores, nome do periódico, quantidade de citações, abordagem teórica, aspectos metodológicos (qualitativo/quantitativo), técnicas de pesquisa e os direcionamentos futuros explicitados nos artigos. Além disso, utilizou os artigos para mapear a evolução da discussão da criação de valor sob a ótica da teoria dos *stakeholders*.

Os artigos foram examinados em sua totalidade e optou por não retirar artigos de eventos, para demonstrar todos os caminhos, oportunidades e desafios da teoria dos *stakeholders* e criação de valor. A leitura dos artigos traz a possibilidade de compilar o que foi dito e enriquecer a interpretação, ainda que de maneira subjetiva, mas resulta na expressão da realidade pesquisada, bem como o estado da arte da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Com o auxílio das funcionalidades do pacote *Microsoft Office Excel* 2010 os dados coletados foram tabulados e as análises estatísticas descritivas e qualitativas foram feitas sobre o banco de dados construído.

Na análise da rede, buscou-se mostrar a rede de relações para evidenciar os autores mais proeminentes, sendo que para tanto foi utilizado o *Software Ucinet* 6.0, haja vista que uma importante característica das pesquisas de redes sociais é procurar avaliar a estrutura de

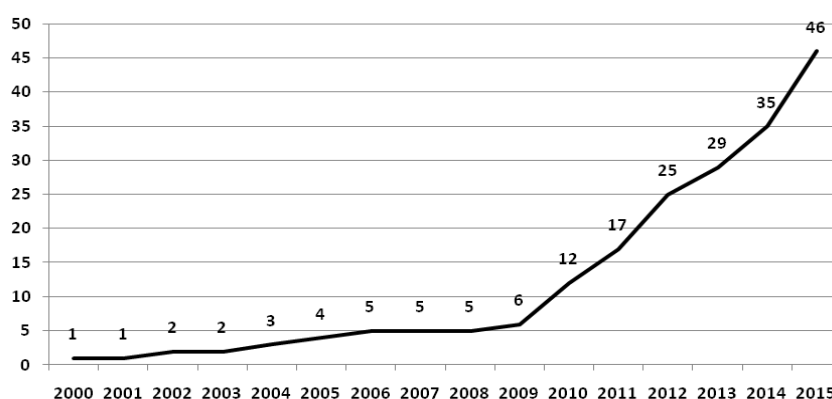
relacionamento entre os atores sociais (Rossoni & Guarido Filho, 2007) e por isso utilizou análise das citações (Van Raan, 1997; Hood & Wilson, 2001; Alvarado, 2002) e de rede social (Nerur, Rasheed, & Natarajan, 2008). Na sequência serão apresentados os resultados.

## 2.4 RESULTADOS

A seção foi organizada em: (i) descrição geral dos resultados com o período de publicação, revistas aderentes à temática e trabalhos mais citados; (ii) rede social de autoria/coautoria e temáticas investigadas; (iii) método e aspectos metodológicos; e por fim, (iv) os desafios e as oportunidades em pesquisas futuras no campo científico.

### 2.4.1 Descrição Geral

Dentre os artigos encontrados e que integram a revisão (Figura 2) teve início com a publicação do artigo *Developmental financial institutions as catalysts of entrepreneurship in emerging economies* de George e Prabhu (2000), no *Academy of Management Review*. George e Prabhu (2000) identificam os *stakeholders* no pós-processo de privatização e notam que as prioridades de desenvolvimento nacionais influenciam a vontade das instituições financeiras de desenvolvimento (IFD) de estarem envolvidas na governança da empresa privatizada e discutem as implicações de envolvimento das IFD na criação de valor e empreendedorismo em economias emergentes.



**Figura 2.** Publicação acumulada de 2000 até 2015

Fonte: Resultados da pesquisa (2016).

De maneira geral, de 2000 até 2009, foram publicados 6 artigos (13% do total). Entretanto, esses trabalhos representam 48,6% das citações no período de 2000 até 2015.

Freeman, Wicks e Parmar (2004) tiveram 213 citações (27,23% do total), Ryan (2002) com 87 (11,25%) e McVea e Freeman (2005) somaram 40 (5,11%). Dois fatores principais contribuem com isso: são artigos mais antigos e desta forma possuem tempo de serem lidos, interpretados e citados; e em geral, são artigos que introduzem a discussão da criação de valor na ótica dos *stakeholders* ou orientam discussões futuras como é o caso de Freeman, Wicks e Parmar (2004), que revisitam a teoria dos *stakeholders* juntamente com o objetivo empresarial e propõem novas discussões; de Ryan (2002) que trabalha temas de equidade, gestão, partilha de poder e sustentabilidade, a partir da teoria dos *stakeholders* e do conceito da criação de valor sustentado e, portanto, finaliza com questões que precisam ser consideradas para a existência de um novo turismo (*new tourism* como é denominado) ou se há um novo turismo: Como será o planejamento do novo turismo? Quais os mecanismos de representação dos *stakeholders* no turismo? Como existir colaboração em prol do desenvolvimento? Como estabelecer maior abertura e discussões? Como aproximar governo (primeiro setor) e mercado (segundo setor)? Qual interesse da empresa está voltado para o turismo social? Quais tomadas de decisões devem ser feitas para o desenvolvimento? Qual integração dos tomadores de decisão em nível local e nacional?; McVea e Freeman (2005) discutem, a partir da teoria dos *stakeholders*, como indivíduos podem juntar e aproximar ética e estratégia empresarial, possibilitando assim estudos aprofundados a partir das proposições.

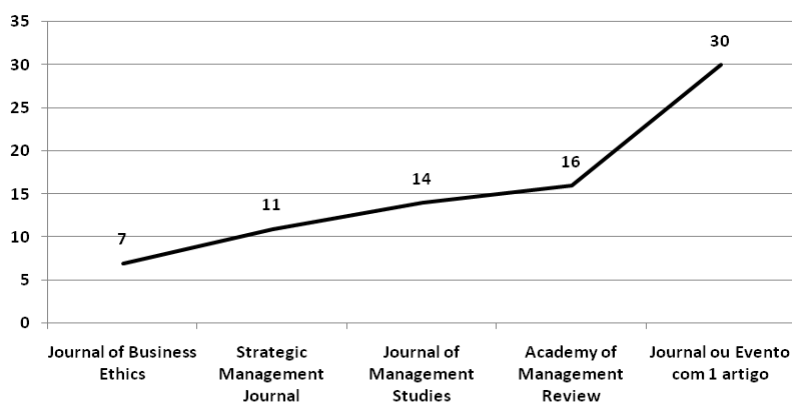
Em síntese, tais artigos permitem visualizar a necessidade de discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*, ou ainda, da necessidade de discussão para entendimento de um novo campo, como é o caso de Ryan (2002), que qualifica a situação como um novo turismo, além de servirem como direcionamento e identificação de lacunas de pesquisas, as quais justificam e incentivam novas investigações.

Complementar aos achados iniciais ao campo (ver Cintra *et al.*, 2015), três artigos publicados pós 2009 figuram entre os 6 mais citados nesta temática, que são: Harrison, Bosse e Phillips (2010) com 104 citações, Parmar *et al.* (2010) com 68 citações e George, McGahan e Prabhu (2012) com 38 citações, perfazendo assim 26,85% do total geral e 51,4% do período 2010-2015. Harrison, Bosse e Phillips (2010) explicam que o comportamento da gestão dos *stakeholders* legítimos desbloqueia e potencializa a criação de valor, bem como as condições que facilitam ou atrapalham o processo de criação de valor e, dessa forma, os resultados fornecem uma forte razão à inclusão de teoria dos *stakeholders* na discussão de competitividade e desempenho empresarial. Parmar *et al.* (2010) apresentam os principais usos e adaptações da teoria dos *stakeholders* em disciplinas como ética empresarial, estratégia

corporativa, finanças, contabilidade, gestão e marketing e sugerem rumos futuros sobre a teoria dos *stakeholders*, onde necessitam fornecer informações úteis sobre a prática de criação de valor sustentável e ético. George, McGahan e Prabhu (2012) destacam oportunidades para o desenvolvimento da teoria e da pesquisa empírica em torno da inovação inclusiva nas áreas de empreendedorismo, estratégia e *marketing*.

O período mais profícuo das publicações foi de 2010 até 2015, com 40 artigos (87% do total) e representam 51,4% das citações (402). Acredita-se que, ao contrário dos mais antigos, esses números estejam atrelados à recente publicação e a pluralidade de abordagens nesse período, pois passou de 6 artigos em 10 anos, para praticamente 7 artigos por ano no período de 2010 até 2015, além de ser uma questão de legitimidade ao campo, pois ao citar artigos recentes demonstra atualização sobre o tema. Os assuntos dos artigos mais recentes variam desde temas ligados às empresas, direções éticas, tomadas de decisões, inclusão do *stakeholder* na organização, contabilidade para o *stakeholder*, priorização do *stakeholder*, desempenho organizacional/empresarial, finanças, inovação, marketing, conhecimento organizacional, criação de valor social, comunicação, engajamento do *stakeholder*, sustentabilidade ou gestão da sustentabilidade, relatórios integrados, cadeia de suprimento e relacionamento público-privado.

Quanto às revistas que possuem aderência à temática foram: *Journal of Business Ethics* (7 artigos), *Strategic Management Journal* (4 artigos), *Journal of Management Studies* (3 artigos) e *Academy of Management Review* (2 artigos). Os restantes dos artigos estão divididos em 30 revistas ou eventos científicos distintos (ver Figura 3). No total foram 28 revistas e 6 eventos que publicaram sobre a temática.



**Figura 3.** Periódicos aderentes ao tema *stakeholder theory* e *value creation*

Fonte: Resultados da pesquisa (2016).

Nota-se que o enfoque das quatro principais revistas se alinha aos assuntos discutidos, principalmente, na área de administração. Deve dar destaque a característica de cada *journal*: um com tendência mais ética nos negócios (*Journal of Business Ethics* - JBE), outro voltado à estratégia (*Strategic Management Journal* - SMJ), outro voltado à pesquisa em gestão e de maneira multidisciplinar (*Journal of Management Studies* - JMS) e um voltado à discussão das teorias da administração (*Academy of Management Review* - AMR). De acordo com a lei de Bradford (Hood & Wilson, 2001) esses quatro periódicos compõem o *core* da temática no cenário internacional, pois representam 34% da publicação no período analisado (2000-2015).

#### 2.4.2 Redes de Autoria e Coautoria

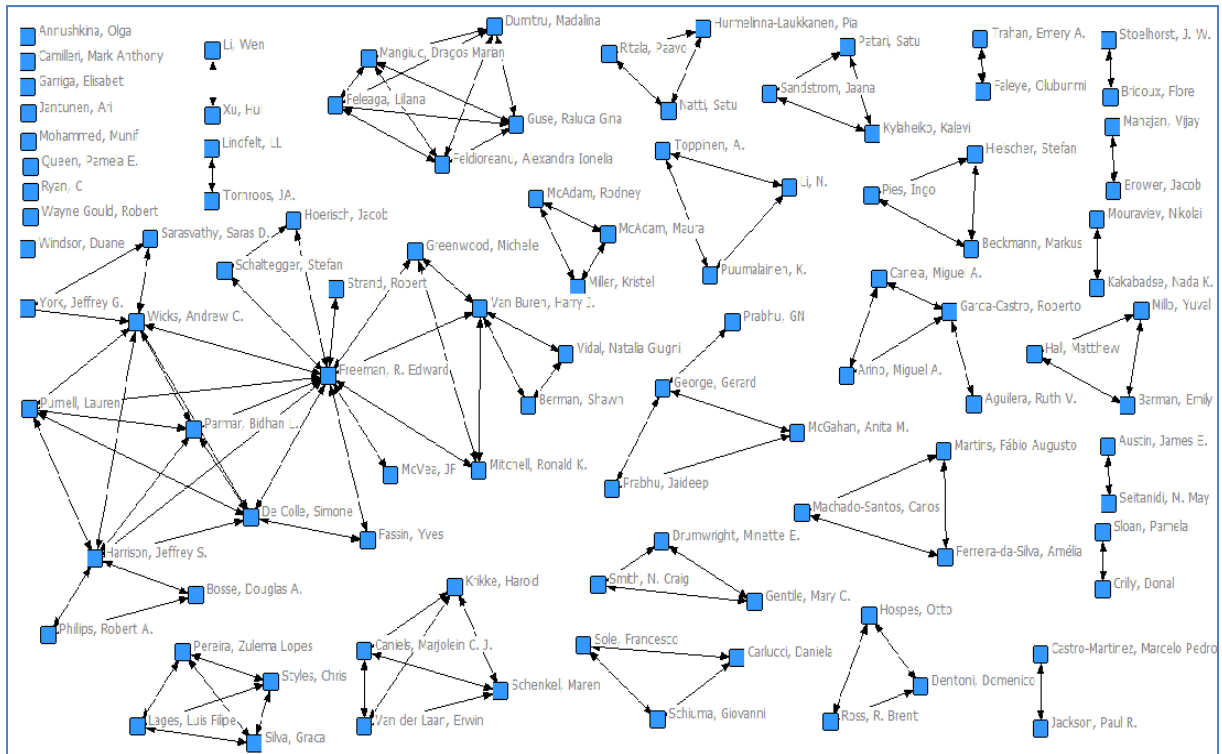
No total foram acumuladas 117 participações e 98 autores distintos, divididos nos 46 artigos, com média de 2,54 autores por artigo, moda de 3 autores por artigo, sendo 18 deles (seguido da moda de 2 autores por artigo com 11 deles neste formato) e variando no mínimo de 1 autor por artigo (8 artigos) e máximo de 6 autores (1 artigo). Os autores mais profícuos foram: Freeman com sete artigos, Harrison e Wicks com três artigos cada, enquanto que Beckmann, Bosse, De Colle, Garcia-Castro, George, Hielsher, Parmar, Pies e Van Buren tiveram dois artigos cada. Esses autores são a elite que publicam sobre teoria dos *stakeholders* e criação de valor, pois juntos tiveram participação em 37% dos artigos. Enquanto que o restante dos autores (86) foram divididos nos outros artigos.

Os resultados indicam que 87% dos autores dos artigos no cenário internacional fizeram apenas uma contribuição, o que demonstra a recente discussão, a dificuldade de se publicar no cenário internacional (concorrência e altos índices de rejeição), recente aproximação e discussão da teoria dos *stakeholders* com o foco no entendimento da criação de valor em suas particularidades e que, em alguns casos, a criação de valor é considerada como produto/resultado de uma gestão eficiente dos *stakeholders*.

A lei de Lotka estabelece que a proporção daqueles que fazem uma única contribuição é de aproximadamente 60% (Alvarado, 2002) e o resultado foi de 87%. Pode-se inferir que tendo em vista a recente discussão no campo, os desdobramentos da teoria dos *stakeholders*, principalmente nos últimos seis anos (2010-2015), a produção científica convergente ao tema em estágio inicial e ganhando corpo como objeto de estudo, além de ser um tema de novidade na discussão podem ser algumas explicações à ausência de autores mais produtivos que os previstos na Lei de Lotka. Tais resultados das ausências de autores mais produtivos foram

semelhantes com o trabalho de Quevedo-Silva *et al.* (2016), entretanto abordaram o *priming* em comunicação, mas também considerado como um tema recente (2008-2015).

No intuito de melhorar o entendimento e visualizar a rede de autoria e coautoria tem-se a Figura 4, com as parcerias estabelecidas nos artigos analisados.



**Figura 4.** Rede de autoria e coautoria no tema *stakeholder theory* e *value creation*

Fonte: Resultados da pesquisa (2016).

A partir da Figura 4 se constata os seguintes resultados: Freeman é o autor mais profícuo ao campo, pois possui sete participações nos 46 artigos. Freeman é considerado o ‘pai’ e percussor da teoria dos *stakeholders* e ao longo desse período trabalhou com os assuntos: revisita ao objetivo da corporação a partir da teoria dos *stakeholders* e destaca a conexão de fazer o negócio com a ética empresarial (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004); destaca que a teoria dos *stakeholders* recapitula as hipóteses de negócios e existe necessidade de uma visão aos *stakeholders* como pessoas reais, com nomes e rostos, para que assim possam juntos criar valor empresarial, de forma a beneficiar todos os afetados pela empresa (Mcvea & Freeman, 2005); e demonstra o estado da arte da teoria dos *stakeholders* e os desdobramentos futuros ao campo (Parmar *et al.*, 2010). Mais recentemente associa a teoria dos *stakeholders* com gestão da sustentabilidade (Hörisch, Freeman, & Schaltegger, 2014); aborda a teoria dos *stakeholders* nas decisões de fechamento de plantas industriais por empresas multinacionais (Fassin, Colle, & Freeman, 2015); discute o engajamento dos

*stakeholders* na vantagem competitiva e muda o foco para uma vantagem cooperativa, além de destacar as contribuições iniciais da Escandinávia ao campo da teoria dos *stakeholders*, (Strand & Freeman, 2015) e, por fim, tem a discussão da inclusão do *stakeholder* e uma contabilidade para os *stakeholders* (Mitchell *et al.*, 2015).

Um pouco atrás de Freeman tem Harrison e Wicks, com três participações cada. Destes três artigos, Harrison tem participação com Freeman no estado da arte sobre teoria dos *stakeholders* (Parmar *et al.*, 2010), enquanto que nos outros artigos trabalha na explicação da gestão dos *stakeholders*, função utilidade do *stakeholder* e vantagem competitiva (Harrison, Bosse & Phillips, 2010) e nos limites do tratamento geral dos *stakeholders*, pois a visão inicial é que maior atenção e alocação de recurso gera maior valor e, portanto, refinam os limites das previsões da teoria dos *stakeholders* e destacam que nem sempre maior alocação gera maior valor (Harrison & Bosse, 2013). Wicks tem dois trabalhos com Freeman, um revisita a teoria dos *stakeholders* e o objetivo da empresa (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004) e ajuda na compilação do estado da arte e desdobramentos ao campo (Parmar *et al.*, 2010). Na contribuição que não está em coautoria com Freeman, Wicks aborda a perspectiva empresarial na criação de valor em parcerias público-privado (York, Srasvathy, & Wicks, 2013).

Os autores mais profícuos, que publicaram de três a sete artigos têm assuntos relacionados à revisão teórica da teoria dos *stakeholders*, aprimoram e ampliam a visão da utilização da teoria dos *stakeholders* e indicam a criação de valor como produto ou resultado da gestão empresarial e do relacionamento com os *stakeholders*.

Um segundo grupo ganhou destaque e foi considerado aqui, composto por Beckmann, Bosse, Colle, Garcia-Castro, George, Hielscher, Parmar, Pies e Van Buren com dois artigos cada. George liderando um grupo com pesquisas relacionadas às implicações de envolvimento de instituições financeiras de desenvolvimento à criação de valor e empreendedorismo em economias emergentes (George & Prabhu, 2000) e um quadro teórico com agenda de pesquisa sobre inovação ao crescimento inclusivo (George, Mcgahan, & Prabhu, 2012). Parmar possui coautoria com os teóricos em *stakeholders*, neste caso Freeman e Wicks, sendo a primeira participação na revisão da teoria dos *stakeholders* e do objetivo da empresa (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004) e no estado da arte da teoria dos *stakeholders* (Parmar *et al.*, 2010). Pies, Beckman e Hielscher (2010; 2011) desenvolvem uma abordagem *ordonomic* a ética nos negócios na era da globalização, visando postura crítica ao trabalho Friedman e Miles (2006) sobre a RSE, bem como a necessidade de ensinar ética aos gestores, enquanto estudantes.



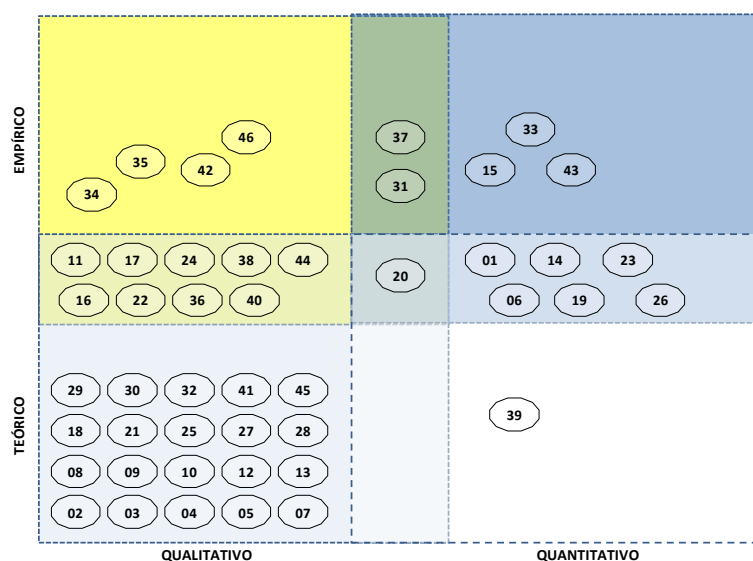
Bosse nas duas participações que fez, tem a coautoria de Harrison, no primeiro trabalha a gestão para o *stakeholder*, função utilidade do *stakeholder* e vantagem competitiva (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010), enquanto no segundo discute o quanto é necessário alocar recurso à gestão dos *stakeholders* e discutem a noção errada de quanto maior for, melhor será e, portanto, refinam os limites de tratamento da teoria dos *stakeholders*, criticando a visão equivocada de que sempre maior alocação gera resultados melhores (Harrison & Bosse, 2013). Colle tem participação no estado da arte da teoria dos *stakeholders* (Parmar *et al.*, 2010) e recentemente participa na discussão das decisões de fechamento de plantas industriais de empresas multinacionais sob a ótica da teoria dos *stakeholders*, destacando uma visão para além de indicadores tradicionais e que podem ser considerados sete passos com a comunidade para tomar decisão de fechar uma planta industrial (Fassin, Colle, & Freeman, 2015).

Garcia-Castro lidera dois artigos, sendo que o primeiro consiste na discussão empírica do impacto da gestão dos *stakeholders* no curto e longo prazo para os acionistas e relatam o efeito negativo no curto prazo, enquanto encontram efeitos positivos no longo prazo (Garcia-Castro, Arino, & Canela, 2011) e o segundo, mais recente, discute a criação e apropriação de valor no contexto de múltiplos *stakeholders* e apresentam um quadro conceitual baseado na taxonomia analítica da criação de valor, onde os *trade-off* podem ser incluídos (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). Por fim, Van Buren discute a inclusão dos *stakeholders* e a contabilidade para os *stakeholders* (Mitchell *et al.*, 2015) e a teoria dos *stakeholders* juntamente com a identificação de modelos de criação de valor nas empresas brasileiras, pois segmentam a criação de valor, a partir da teoria dos *stakeholders*, em estreita (voltada aos *stakeholders* primários) e ampla (voltada aos *stakeholders* secundários) e analisam 23 empresas brasileiras sob o prisma desta dicotomia (Vidal, Berman, & Van Buren, 2015).

Os autores enquadrados nesse grupo intermediário ou tem participações com os autores mais profícuos ou possuem posição de líder nas pesquisas e assim, trazem assuntos mais recentes da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*, com modelos, limites de tratamento, *trade-off*, verificações empíricas em contextos específicos, impacto da gestão no resultado da criação de valor, refinamento teórico e assuntos que perpassam a gestão estratégica, como é o caso da inovação, mercados emergentes e globalização.

### 2.4.3 Método e Aspectos Metodológicos

A partir da leitura dos resumos, introdução e método dos artigos foi possível elaborar a Figura 5, a qual segmenta os artigos em abordagem (teórico ou empírico) e aspectos metodológicos (qualitativo ou quantitativo). Embora saiba que as abordagens sejam mais de complemento do que oposição, haja vista a dificuldade de encontrar pesquisas tidas como “puras”, o exercício torna-se interessante para compreensão do foco e do objetivo global de cada pesquisa, e assim mapear a necessidade de movimento do campo. A pesquisa teórica consiste na discussão e comprovação da teoria, além de possíveis revisões de sua validade e alcance. Em alguns casos, a pesquisa teórica necessita de aplicação para comprovação. Por pesquisa empírica entende-se como aquela em que é necessária a comprovação prática de algo, seja através de experimentos ou observação de determinado contexto para coleta de dados em campo. Ao contrário da pesquisa teórica, a empírica não é autossuficiente, ou seja, não se sustenta dissociada absolutamente da teoria.



**Figura 5.** Interseção da abordagem e aspectos metodológicos

Fonte<sup>2</sup>: Resultados da pesquisa (2016).

<sup>2</sup>**Nota:** 01. George & Prabhu (2000); 02. Ryan (2002); 03. Freeman, Wicks & Parmar (2004); 04. McVea & Freeman (2005); 05. Lindfelt & Torroos (2006); 06. Lages *et al.* (2009); 07. Harrison, Bosse & Phillips (2010); 08. Parmar *et al.* (2010); 09. Pies, Beckmann & Hielscher (2010); 10. Smith, Drumwright & Gentile (2010); 11. Sole, Carlucci & Schiuma (2010); 12. Windsor (2010); 13. Annushkina (2011); 14. Faleye & Trahan (2011); 15. Garcia-Castro, Arino & Canela (2011); 16. Pies, Beckmann & Hielscher (2011); 17. Xu & Li (2011); 18. Austin & Seitanidi (2012); 19. Camilleri (2012); 20. Crilly & Sloan (2012); 21. Dentoni, Hospes & Ross (2012); 22. George, McGahan & Prabhu (2012); 23. Pätäri *et al.* (2012); 24. Ritala, Hurmelinna-Laukkanen & Natti (2012); 25. Wayne Gould (2012); 26. Brower & Mahajan (2013); 27. Harrison & Bosse (2013); 28. Mohammed (2013); 29. York, Sarasvathy & Wicks (2013); 30. Bridoux & Stoelhorst (2014); 31. Garriga (2014); 32. Hörisch, Freeman & Schaltegger (2014); 33. Li, Puimalainen & Toppinen (2014); 34. Martins, Ferreira-da-Silva & Machado-Santos (2014); 35. Miller, McAdam & McAdam (2014); 36. Castro-Martinez & Jackson (2015); 37.

Houve predomínio de artigos de cunho teórico e qualitativo (20 artigos - 43,48%), como era esperado, haja vista que a criação de valor aparece como produto ou resultado da discussão da teoria dos *stakeholders* na organização. Ao analisar os artigos, em sua grande maioria, tem-se a recomendação de aplicação e testes empíricos para que seja possível generalizar proposições, bem como em alguns casos comprová-las. Na sequência ficaram os artigos enquadrados como teórico, empírico e qualitativo (9 artigos - 19,56%), seguido do teórico, empírico e quantitativo (6 artigos - 13,05%). Representando menos de 20% dos artigos tem-se: empírico e qualitativo (4 artigos - 8,7%); empírico e quantitativo (3 artigos - 6,52%); e empírico e qualitativo-quantitativo (2 artigos - 4,35%).

Dois artigos ainda tiveram características singulares ao campo: Crilly e Sloan (2012) combinaram a abordagem teórico-empírica e aspectos qualitativo-quantitativo em *Enterprise logic: explaining corporate attention to stakeholders from the inside-out*; enquanto Garcia-Castro e Aguilera (2015) combinam a abordagem teórica com o aspecto quantitativo no artigo *Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders*.

Em síntese, ao consolidar as pesquisas na figura 5, verifica que a abordagem teórica e aspectos qualitativos têm o destaque no campo, embora perceba uma orientação que mistura duas abordagens ou que combinem dois aspectos, pois já representam quase 40% de toda a publicação do campo. Outro fato que merece destaque é a verificação empírica nos artigos mais recentes, principalmente a partir de 2014. Mesmo assim percebe a carência de pesquisas com aspectos quantitativos, pois representam menos de 22% no campo.

#### 2.4.4 Desafios e Oportunidades em Pesquisas Futuras

Nesta seção tem-se a consolidação dos direcionamentos ao campo com os desafios e oportunidades em pesquisas futuras, a partir da revisão da discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*, conforme demonstrado na Figura 6. Vale ressaltar que se a teoria dos *stakeholders* cumprirá ou não com as promessas de entendimento do contexto do negócio muito mais pelas pesquisas futuras do que pelos trabalhos que já foram feitos (Freeman *et al.*, 2010).

---

Dumitru *et al.*(2015); **38.** Fassin, Colle & Freeman (2015); **39.** Garcia-Castro & Aguilera (2015); **40.** Hall, Millo & Barman (2015); **41.** Mitchell *et al.* (2015); **42.** Mouraviev & Kakabadse (2015); **43.** Queen (2015); **44.** Schenkel *et al.*(2015); **45.** Strand & Freeman (2015); **46.** Vidal, Berman & Van Buren (2015).

Artigo	Pesquisas Futuras
George & Prabhu (2000)	Abordar as diferenças de mandatos governamentais e seu impacto diferenciado sobre os papéis das IFD no desenvolvimento. O próximo passo é conectar as reivindicações das IFD e os resultados tangíveis ao nível da empresa, examinando criticamente o grau de sucesso e importância das IFD nas economias emergentes.
Ryan (2002)	Questões que precisam ser consideradas para desenvolver um novo turismo: como será o planejamento do novo turismo? Quais os mecanismos de representação dos <i>stakeholders</i> no turismo? Como existir colaboração em prol do desenvolvimento? Como estabelecer maior abertura e discussões? Como aproximar governo e mercado? Qual interesse da empresa está voltado ao turismo social? Quais tomadas de decisões devem ser feitas ao desenvolvimento? Qual integração dos tomadores de decisão em nível local e nacional?
Freeman, Wicks & Parmar (2004)	A teoria de gestão precisa voltar-se para a gestão, com o intuito de compreender como o valor é criado e comercializado em todos os seus detalhes particulares.
McVea & Freeman (2005)	Direção a uma teoria mais robusta do status quo, ou seja, marketing entendida em termos dos <i>stakeholders</i> e assim por diante. Divisão mais acentuada entre teoria e prática, entre normativa e descritiva, haja vista que a teoria dos stakeholders representa os delírios selvagens de ética que não sabem nada sobre o mundo real dos negócios. Estudos empíricos sólidos que descrevam a forma como os gestores e outros pensam que o mundo é. Ver os <i>stakeholders</i> como seres humanos com nomes, rostos e famílias.
Lindfelt & Tornroos (2006)	Lacuna de estudos de estratégia da rede de negócios do ponto de vista ético. Desenvolver mais o quadro conceitual para o papel da ética, utilizando uma abordagem de rede de negócios, em conjunto com estudos empíricos sobre o papel de inserção ética no processo de criação de valor das empresas. A continuação do desenvolvimento do quadro poderia refletir conceitos adicionais, tais como confiança.
Lages <i>et al.</i> (2009)	Incluir vários informantes com envolvimento em diferentes aspectos das operações de negócios. Mais comparações entre aspectos estratégicos, operacionais ou marketing de negócios orientado para vendas pode revelar-se sentido útil. Relacionamento entre exportação estratégica e <i>performance</i> de exportação.
Harrison, Bosse & Phillips (2010)	Fornecem forte razão à inclusão de teoria do <i>stakeholder</i> na discussão de vantagem competitiva e desempenho da empresa, além de sugerir validação empírica dos resultados. Verificar quais fatores influencia um <i>stakeholder</i> , inclusive utilizando modelo de equações estruturais e análise longitudinal. Como a gestão do <i>stakeholder</i> afeta a operação, eficiência e custos da empresa? Como os gerentes devem adotar a abordagem do stakeholder e como sua utilização afeta as relações futuras? Como as empresas podem aumentar sua capacidade de coletar e utilizar informações sobre a função de utilidade dos <i>stakeholders</i> para criar novas fontes de valor?
Parmar <i>et al.</i> (2010)	A próxima onda de pesquisa na teoria do <i>stakeholder</i> irá integrar melhor como se cria valor, como os gerentes lidam com a ética e ampliar a narrativa do capitalismo.
Pies, Beckmann & Hielscher (2010)	Qual o propósito das empresas na sociedade? O que ensinar na ética dos negócios? Como as empresas podem ajudar a resolver problemas globais urgentes?
Smith, Drumwright & Gentile (2010)	Investigação de práticas de comunicação que são salientes e eficazes aos diferentes <i>stakeholders</i> para o desenvolvimento de metodologias e métricas na medição da orientação dos <i>stakeholders</i> e performance social das empresas de forma mais ampla. Compreender melhor a posição enraizada da empresa na sociedade e mudar o foco estreito sobre os clientes para uma orientação dos <i>stakeholders</i> .
Windsor (2010)	Como a gestão lida com a mudança em várias condições pode ser crucial. A análise dinâmica pode proporcionar oportunidades para o enriquecimento mútuo e a integração da literatura sobre estratégia, economia e <i>stakeholders</i> .
Faleye & Trahan (2011)	Questões relacionadas aos <i>stakeholders</i> e agência com a teoria organizacional e contratação de empresa com os <i>stakeholders</i> não acionista continuam a ser uma área controversa na literatura teórica e empírica. Investigar de forma rigorosa a relação entre o uso do trabalho e desempenho da empresa.
Garcia-Castro, Arino & Canela (2011)	Pesquisas sobre a relação entre gestão de <i>stakeholder</i> , criação de valor e ciclo econômico. Pesquisas que explorem a relação entre a gestão de <i>stakeholder</i> e o desempenho da empresa em curto e longo prazo devem abordar algumas dessas sutis, mas altamente relevantes questões metodológicas.
Pies, Beckmann & Hielscher (2011)	Pesquisas que venham a tratar o conceito <i>ordonomic</i> em relação: ética econômica, ética nos negócios e processos éticos.
Xu & Li (2011)	Ampliar os estudos em outros casos, visando uma análise mais aprofundada para validar as conclusões. Pode haver outras características nos processos de gestão de negócios que fazem marketing de capacidades dinâmicas e efeitos na rede valor dos <i>stakeholders</i> . A validade da pesquisa sobre o impacto do marketing de capacidades dinâmicas contra rede de valor de <i>stakeholders</i> precisam ser testadas através de métodos quantitativos.
Austin & Seitani (2012)	Componentes colaborativos da criação de valor segmentados em dois eixos centrais: o espectro da criação de valor; e estágios de relacionamento da criação de valor. Maior atenção deve ser dada à definição e mapeamento das especificidades das relações dos <i>stakeholders</i> e processos de engajamento no contexto dos processos de inovação aberta. Oportunidade em aplicar o modelo de processo de inovação aberta, incluindo engajamento dos <i>stakeholders</i> na verificação empírica.

Artigo	Pesquisas Futuras
Camilleri (2012)	Estudo longitudinal poderia investigar os benefícios estratégicos da RSE e estabelecer seus efeitos em longo prazo. Relacionar temas da estratégia da RSE e turismo é necessário. Estudos empíricos podem eventualmente descobrir quais condições necessárias para criar valor compartilhado. Investigar a relação entre os recursos organizacionais e investimento estratégico em RSE.
Crilly & Sloan (2012)	Possibilidade de mudança em modelos mentais onde o ponto de inflexão é atingido e é necessário estudo mais aprofundado. Pesquisas podem obter medidas diretas de modelos mentais envolvendo gestores no mapeamento.
Dentoni, Hospes & Ross (2012)	Vários fatores estratégicos, organizacionais e humanos influenciam os gestores na escolha de realizar engajamento de múltiplos <i>stakeholders</i> e tipo de processo. Os tipos de processo de envolvimento de múltiplos <i>stakeholders</i> influenciam na criação de valor para a organização, enquanto que os efeitos sobre a criação de valor para a sociedade parecem ainda impossíveis estabelecer no contexto de crise. O impacto dos envoltimentos dos múltiplos <i>stakeholders</i> na criação de valor às organizações também podem assumir a forma de redução dos custos de transação.
George, McGahan & Prabhu (2012)	Ampliar as pesquisas que enfoquem criação de valor e as consequências distributivas da inovação. Pesquisas que discutam o surgimento e desenvolvimento de inovação inclusiva: <i>top-down versus bottom-up</i> ; paradoxo do tamanho e escala; contrastes internos versus externo e direções do modelo de inovação de negócios; e a consequência da distribuição e o impacto da inovação inclusiva. Pesquisa longitudinal para testar os mecanismos causais proposto em nosso modelo.
Patari <i>et al.</i> (2012)	Identificar atividades relacionadas com as empresas que tenham RSE em maior detalhe e estudar o quanto rápido afetam potencialmente o desempenho financeiro das empresas e quanto permanente é o potencial de influência. Estudo semelhante poderia ser realizado entre empresas do setor florestal que constituem também, uma indústria madura e tradicional como o setor de energia e comparar as potenciais diferenças nos resultados.
Ritala, Hurmelinna-Laukkanen & Natti (2012)	Estudos qualitativos e quantitativos são necessários para aprofundar a evolução das redes de empresas geradoras de inovação e sua coordenação e podem revelar resultados mais generalizáveis. Há necessidade de investigação de como a gestão e coordenação diferem em termos de funções de agente, adequação e eficácia para diferentes tipos de redes. Diferentes tipos de redes de negócios devem ser examinados. Uma vez que as possibilidades de influenciar e poder de um ator individual na rede são fundamentais ao debate sobre a coordenação da rede e é necessário avaliar esta questão na abordagem quantitativa e qualitativa.
Wayne Gould (2012)	Há oportunidade para a identificação e análise específica no envolvimento dos <i>stakeholders</i> no processo de inovação aberta de maneira mais detalhada.
Brower & Mahajan (2013)	Compreender como as várias dimensões da <i>corporate social performance</i> (CSP) são influenciadas com as diferentes demandas dos vários <i>stakeholders</i> (e como as empresas respondem) e em que medida a CSP em cada um desses domínios, de fato, se traduzem em resultados esperados entre a gestão dos <i>stakeholders</i> e os resultados.
Harrison & Bosse (2013)	Poderão incluir estudos de caso, bem como pesquisa e estudos arquivísticos. Os estudos de caso podem incluir empresas que estão a gerir os <i>stakeholders</i> , enquanto as que não gerem e comparar como alocam valor aos <i>stakeholders</i> e como as empresas que não estão gerindo afetam e criam valor suficiente (em suas múltiplas relações).
Mohammed (2013)	O quadro conceitual para a contabilidade empresarial no contexto da sustentabilidade não está totalmente desenvolvido e deve ser o objeto de pesquisas futuras.
York, Sarasvathy & Wicks (2013)	Pode parcerias público-privadas ser possível sem algum nível de docilidade e um processo de interação intersubjetiva? Relações público-privadas poderiam tomar uma perspectiva empreendedora, com vista a entender parâmetros particulares e condições limítrofes em que diferentes pressupostos comportamentais podem fornecer explicações úteis para padrões empíricos observados.
Bridoux & Stoelhorst (2014)	Adoção de concepção mais ampla de criação de valor pode ajudar os pesquisadores a ir além de nossa análise instrumental dos efeitos de uma abordagem de justiça. Poderia estudar o impacto de tal ação coletiva na criação de valor, deslocando o foco da relação entre a empresa e <i>stakeholder</i> (individual) para as relações entre os grupos de <i>stakeholders</i> .
Carriga (2014)	Superar as limitações do âmbito de aplicação (estudo de caso único), gerando estudos de casos múltiplos e variados para testar as conclusões deste artigo.
Horisch, Freeman & Schaltegger (2014)	Abordar os exemplos e expandir as pesquisas empíricas. Investigar o papel específico da educação, regulamentação e criação de valor, bem como a sua interação no apoio à criação de valor baseada em sustentabilidade para os <i>stakeholders</i> e na formação de interesses mútuos. Aqui, os domínios empíricos onde os <i>stakeholders</i> atualmente articulam diferentes interesses de sustentabilidade são de especial interesse para estudos de casos. Possibilidades de superar as atuais compensações poderiam ser investigados por meio da comparação destes casos aos domínios empíricos em que os interesses de sustentabilidade mútua entre os diferentes <i>stakeholders</i> já podem ser criados.

Artigo	Pesquisas Futuras
Li, Puumalainen & Toppinen (2014)	Pesquisa cross-cultural poderia ampliar a amostra e consciência dos entrevistados potenciais (sensibilidade e vontade em cooperar). Pesquisa com múltiplos informantes deve ser considerada para evitar potenciais vieses da deseabilidade social. Devem incluir um conjunto de indicadores mais objetivos de práticas de RSC para avaliar a extensão em que essas percepções estão ligadas a prática e ao desempenho empresarial. É necessário mais investigação para identificar os fatores que influenciam a construção do CSR e desempenho social em outras indústrias. Devem explorar as melhores práticas e fracassos, bem como fatores Indústria- e específicos da empresa em diferentes contextos de aprendizagem organizacional eficaz e bem sucedida.
Martins, Ferreira-da-Silva & Machado-Santos (2014)	Mais pesquisas que associem a gestão dos <i>stakeholders</i> e o sucesso de captação de contribuições financeiras voluntárias da comunidade para os hospitais religiosos e sem fins lucrativos. Cruzar os estudos qualitativos com quantitativos sobre a problemática, esperando, assim, que a triangulação metodológica esclareça as questões deixadas em aberto.
Miller, McAdam & McAdam (2014)	Explorar como os múltiplos <i>stakeholders</i> tem afetado a inovação dos modelos de negócios em outros contextos organizacionais. Ajudar o desenvolvimento teórico e refinamento dentro da literatura de modelo de negócio e <i>stakeholders</i> . Explorar, a partir de estudos de casos múltiplos, como o ecossistema universitário pode influenciar as interações dos <i>stakeholders</i> e o impacto que pode ter sobre a mudança no modelo de negócio da universidade.
Castro-Martinez & Jackson (2015)	O <i>framework</i> do processo pode ser testado empiricamente. Pode se concentrar em como a presença internacional das relações de confiança da comunidade influencia a sua integração estratégica com o resto do clube. A equipe líder pode ser utilizada como uma nova unidade de análise na investigação futura. Pode se concentrar em como a ideia internacional da CST ( <i>community sports trusts</i> ) influencia a sua integração estratégica com o resto do clube. A equipe líder pode ser utilizada como nova unidade de análise na investigação futura.
Dumitru <i>et al.</i> (2015)	Pesquisas que visem uma análise quantitativa com base no valor distribuído aos diferentes <i>stakeholders</i> . Realizar análises mais detalhadas de <i>stakeholders</i> que podem resultar em outras classificações, com base nas informações das seções narrativas de relatórios anuais, em conjunto com as informações do VAS (demonstração do valor adicionado) e demonstrações financeiras.
Fassin, De Colle & Freeman (2015)	Os efeitos da ação dos <i>stakeholders</i> (e reação) precisa ser investigado em relação aos valores e práticas de RSE que são declarados publicamente por empresas multinacionais.
Garcia-Castro & Aguilera (2015)	Há pelo menos três lentes teóricas que a VCA pode ser aplicadas em estudos de gestão estratégica: direitos de propriedade, poder de negociação dos <i>stakeholders</i> e a literatura de gestão dos <i>stakeholders</i> . Como diferentes regimes de direitos de propriedade afetam a elasticidade do VCA entre empresas ou sistemas nacionais? Poderia analisar se o alto poder de negociação dos <i>stakeholders</i> está associada a inelasticidade do VCA. A distribuição do valor procura manter um certo equilíbrio organizacional entre os <i>stakeholders</i> , logo é plausível que estas situações não competitivas estão associadas com VCA elástica. Quão frequentes os sete cenários [artigo] são na prática e se existe alguma correlação entre eles, e qual é a relação entre cada um dos quadrantes e os esforços dos <i>stakeholders</i> em contribuir para a criação de valor total. Pode avançar sobre o quadro apresentado e examinar as nuances à medida que algumas maneiras em que a elasticidade do VCA pode ser previstos e utilizados em estudos empíricos.
Hall, Millo & Barman (2015)	Examinar a validade das proposições (P1 e P2) através da análise do desenvolvimento de outros sistemas de contabilidade e relatórios, particularmente aqueles que procuram expandir a gama e tipo de vozes dos <i>stakeholders</i> que estão incluídos na contabilidade da organização. Examinar como sistemas contábeis e de informação que integram <i>stakeholders</i> são implementadas por gestores e procurar identificar como são empregados na prática e o que determina a variação no seu uso. Analisar como o desenvolvimento de um sistema de contabilidade e informação reflete a priorização dos <i>stakeholders</i> pelos gestores e como pode ajudar na gestão da organização a criar valor para os <i>stakeholders</i> . Entender as condições e os processos pelos quais os gestores podem se envolver com sucesso na gestão de <i>stakeholders</i> e criação de valor.
Mitchell <i>et al.</i> (2015)	Potencial contábil para aumentar a criação de valor e ajudar as organizações e os <i>stakeholders</i> a gerirem os riscos não foi totalmente atualizada na literatura, em grande parte devido a uma falta de teoria e pesquisa empírica.
Queen (2015)	Avaliar se o desempenho financeiro e efeitos de riqueza do acionista pode alcançar insights à estratégia da empresa do futuro, evitando medidas financeiras que são suscetíveis a manipulações contábeis e medidas que influenciam foco da gestão de curto prazo.
Schenkel <i>et al.</i> (2015)	Ampliar a pesquisa com a inclusão de <i>stakeholders</i> primários e secundários para coleta de dados. Estudos comparativos que dão resposta a quais fatores estratégicos de sucesso criam mais valor.

Artigo	Pesquisas Futuras
Vidal, Berman & Van Buren (2015)	Compreender quais questões são fundamentais nessa transição, ou seja, de uma visão estreita para uma ampla, quais são as questões tidas como fundamentais na criação de valor? Entender as dimensões das causas e mecanismos que cercam essa transição. O que faz precipitar essa transição na orientação criação de valor para uma determinada empresa? Que mecanismos são utilizados pelas empresas para criar valor de forma mais ampla? Qual é o papel da equipe do alto escalão para garantir um projeto bem sucedido na mentalidade dos gestores e empregados da empresa a respeito de como o valor é criado e distribuído? Como as empresas podem garantir que elas não cedam à tese de separação e como fazem essa transição?

**Figura 6.** Direcionamentos identificados nos artigos para as futuras pesquisas

Fonte: Resultados da pesquisa (2016).

Nota: Não identificou os direcionamentos de Sole, Carlucci & Schiuma (2010), Annushkina (2011), Mouraviev & Kakabadse (2015) e Strand & Freeman (2015).

Além do exposto na figura 6, é possível sintetizar as necessidades de investigações futuras caminharem no entendimento de como o valor é gerado, quais aspectos influenciam o processo, quais condições são necessárias, qual influência da ação coletiva e como agregar atores nesse contexto intra e extra a organização para a criação de valor. Abordagens quantitativas são necessárias para ampliar os resultados iniciais, além da necessidade de ampliar os resultados empíricos dos achados iniciais ao campo.

Nota-se também que o entendimento da criação do valor é geralmente aproximado com as questões de responsabilidade social empresarial, desempenho financeiro da empresa, valor distribuído aos acionistas e *stakeholders*, apropriação desse valor ou percepção de valor, além dos desdobramentos da discussão da teoria dos *stakeholders*, como é o caso de inclusão da ética nos negócios. Por fim, uma discussão filosófica seria interessante ao entendimento da criação de valor sob os fundamentos da teoria dos *stakeholders*.

## 2.5 CONCLUSÕES DO ESTUDO I

Considerando que o estudo consistia em revisar os artigos indexados na base de referências da *Web of Science*, que abordem a criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* e, portanto, podem ser levantadas as considerações explicitadas nesta seção.

Percebe-se um vigoroso interesse na temática, tendo em vista que 40 artigos foram publicados nos últimos seis anos (2010-2015). Percebe-se, ainda, que a publicação foi iniciada em 2000 com George e Prabhu (2000) e nos mais variados assuntos, mas sempre perpassando por aspectos da gestão dos *stakeholders* e dos relacionamentos com a organização. É reconhecido o mérito da contribuição teórica ao campo, mesmo em estágio inicial, e que a partir da análise, percebe-se que há muito no que avançar e oportunidades aparentes,

principalmente no preenchimento de lacunas teóricas, tais como: necessidades de investigações que busquem entender: como o valor é gerado; quais aspectos influenciam o processo; quais condições são necessárias; qual influência da ação coletiva; e como agregar atores nesse contexto intra e extra a organização à criação de valor. Abordagens quantitativas são necessárias para generalizar os resultados e ampliar as evidências empíricas dos achados iniciais no campo.

Como implicação teórica tem-se a perspectiva distinta das pesquisas já realizadas e relacionadas à *stakeholder theory* e *value creation*, além da compreensão da discussão no campo. Também, proporcionou uma visão resumida e sistematizada da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* e, atende a ressalva de Quevedo-Silva *et al.* (2016) aos trabalhos deste tipo devem facilitar o entendimento e até mesmo apontar futuros caminhos de pesquisa, como foi o caso deste estudo.

Logo, como direcionamentos futuros, têm-se a oportunidade de aplicação da análise de *cluster* nos artigos encontrados, análise das citações e referências, explorar os suportes teóricos ou teorias de base, bem como aplicação estatística no banco para identificar os relacionamentos, ou verificar se as indicações de pesquisas futuras já foram preenchidas. Também, poderia ampliar a busca e utilizar o termo *stakeholder* (em detrimento de *stakeholder theory*) e *value creation*, no intuito de verificar se existe alteração na discussão e nos resultados aqui encontrados.

Apesar da tentativa de analisar, com rigor e objetividade, a literatura acadêmica produzida na intersecção da teoria dos *stakeholders* com a criação de valor, esta revisão apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, grande parte da literatura revista é bastante recente, que remonta apenas uma década, e fica mais presente a partir de 2010. Em segundo lugar, a literatura é divergente e pulverizada, até por conta do contexto recente e, portanto, convergir o conceito sobre o processo de criação de valor é um desafio ao campo. Mesmo assim, buscou-se demonstrar como a criação de valor é estudada no contexto da teoria dos *stakeholders*. Em terceiro lugar, a criação de valor e teoria dos *stakeholders* ainda carece de desdobramento teórico, o que pode suscitar dúvidas quanto à sua utilidade para a investigação empírica. Futuras pesquisas sobre teoria dos *stakeholders* e criação de valor devem procurar superar essas limitações. Em particular, estudiosos precisam articular e orientar as pesquisas para preencher as lacunas identificadas nesta revisão, destacadas no tópico: “direcionamentos ao campo científico: desafios e oportunidades em futuras pesquisas”.



### **3 ESTUDO II. CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS STAKEHOLDERS: O QUE DIZEM OS ESTUDOS E PARA ONDE VAMOS?**

Neste capítulo é apresentado um ensaio teórico que objetiva estruturar o estado da arte da investigação científica da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* (TS), bem como propor uma agenda de pesquisa futura ao tema. A amostra final dos artigos revisados neste capítulo foi orientada pelos artigos identificados na revisão sistemática (Estudo I da Tese), acrescido pelos artigos publicados em 2016. Totalizou, portanto, 52 artigos que foram lidos visando demonstrar o estado da arte da discussão da criação de valor no contexto da TS. Como resultados principais, identificou-se que os estudos são seminais e a literatura carece de pesquisas para ampliar entendimento da relação entre *stakeholders* e criação de valor. Além disso, tem a proposição de uma agenda de pesquisa futura para ampliar a discussão e entendimento da criação de valor no contexto da TS.

#### **3.1 INTRODUÇÃO**

A teoria dos *stakeholders* tem a discussão do valor desde sua origem (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004), pois é parte de fazer negócio e objetivo da empresa (Queen, 2015). Como teoria, foi solidificada entre acadêmicos e profissionais do campo da gestão e estratégia (Cintra, Amâncio-Vieira, Suzuki, & Costa, 2014). A investigação sobre a criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* tem uma história curta (Cintra, Costa, Amâncio-Vieira, & Ribeiro, 2015; Garriga, 2014). Pesquisas recentes têm a compreensão que a discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* pode abrir novos entendimentos nas organizações (Cintra, Costa, Amâncio-Vieira, & Ribeiro, 2015; Freeman, Harrison, Wicks, Parmar, & Colle, 2010; Garcia-Castro & Aguilera, 2015; Garriga, 2014; Mitchell, Van Buren, Greenwood, & Freeman, 2015).

O conceito de valor é tema emergente na teoria dos *stakeholders*, e são poucos os autores que adotam uma definição específica ao termo (Sarturi, 2015). A inclusão da teoria dos *stakeholders* na criação de valor é um dos campos que a teoria dos *stakeholders* tem procurado abordar (Mitchell *et al.*, 2015) e, portanto, há renovado interesse entre estudiosos de estratégia na relação entre teoria dos *stakeholders* e dinâmicas de criação e apropriação de valor nas empresas (Garcia-Castro & Aguilera, 2015).

Nesse contexto, este ensaio tem como objetivo estruturar o estado da arte da investigação científica da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Para tanto, revisou 52 artigos da produção acadêmica internacional, indexada na base de referências da *Web of Science* e publicada entre 2000 e 2016. Identificou-se, portanto, que os estudos da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* são ainda seminais e a literatura carece de pesquisas adicionais para ampliar o entendimento da relação entre *stakeholders* e criação de valor. Como contribuição teórica tem-se a perspectiva distinta das pesquisas já realizadas e relacionadas à teoria dos *stakeholders* e criação de valor. Além das indicações de possibilidade de agendas futuras ao campo em estudo.

O presente estudo foi estruturado em cinco partes. A primeira compreende esta parte introdutória. A segunda indica os procedimentos utilizados na pesquisa. A terceira parte apresenta o estado da arte da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Na quarta parte têm-se as indicações de agendas para futuras pesquisas. E por fim, a quinta parte com as considerações finais e limitações do presente estudo.

### 3.2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O estudo caracteriza-se como exploratório, pois buscou reunir informações anteriores sobre a temática pesquisada, identificando elementos para a investigação em pauta (Cooper & Schindler, 2003). Também, enquadra-se como um ensaio teórico (Prado & Lopes, 2015) e se propôs a apresentar o estado da arte da discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Optou-se em selecionar os artigos que irão compor o trabalho obedecendo aos seguintes critérios: buscou pela palavra “*stakeholder theory*” e na sequência realizou refinamento com a palavra “*value creat\**”, em qualquer parte: título, resumo ou palavras-chave. O horizonte temporal da seleção foi desde 1945 (primeiro ano disponível) até 2016, entretanto os artigos indexados na base mostram que a discussão iniciou a partir de 2000 e, portanto, ficou estabelecido o período de 2000 até 2016. Na base selecionada foram 56 artigos encontrados (46 *article* e 10 *proceedings paper*). Na amostra final foram utilizados 52 artigos.

A amostra final foi submetida ao método de leitura científica, que obedece a passos sistematizados, sendo: visão sincrética - leitura de reconhecimento cujo objetivo é localizar as fontes buscando aproximação preliminar sobre o tema e uma leitura seletiva selecionando as informações de acordo com os temas em estudo; visão analítica - leitura crítico-reflexiva do

material selecionado, juntamente com a reflexão sobre os mesmos buscando significado e ideias principais; visão sintética - leitura interpretativa (Cervo & Bervian, 2002).

### 3.3 CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*

Do ponto de vista da sociedade, o objetivo da empresa é a criação de valor (Pies, Beckmann, & Hielscher, 2010) ou uma parte de fazer negócios (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004). Empresas e sociedade estão entrelaçadas em vez de separadas; como tal, a sociedade tem expectativas no comportamento e no resultado empresarial (Queen, 2015). A teoria dos *stakeholders* compreende um conjunto de ideias relacionadas na tese de que o objetivo de uma empresa é criar o maior valor possível aos *stakeholders* (Strand & Freeman, 2015). A criação de valor está enraizada no conhecimento idiossincrático do *stakeholder* individual (McVea & Freeman, 2005) e na relação estreita com o objetivo organizacional (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). O foco tem sido *stakeholders* primários (Parmar, Freeman, Harrison, Wicks, Colle, & Purnell, 2010) ou apenas consumidores (Smith, Drumwright, & Gentile, 2010).

Pesquisas sugerem a necessidade de ampliar o escopo de análises empíricas da relação entre o tratamento dos *stakeholders* e desempenho da empresa (Faleye & Trahan, 2011; Bosse & Coughlan, 2016), principalmente com o foco conceitual da criação de valor (Garriga, 2014; Mitchell *et al.*, 2015), nas dinâmicas de criação de valor (Garcia-Castro & Aguilera, 2015) e nas fontes potenciais de criação de valor (Tantalo & Priem, 2016). Poucos estudos têm examinado o valor do ponto de vista do *stakeholder*, como apropriam o valor e os processos ou atividades através das quais os *stakeholders* criam valor (Garriga, 2014) e quais influências dos *stakeholders* nas ações de criação de valor (Höerisch, Freeman, & Schaltegger, 2014).

A atenção aos *stakeholders* é uma questão estratégica à empresa (Crilly & Sloan, 2012) e há crescente interesse na relação entre o ponto de vista estratégico dos *stakeholders* e as dinâmicas de criação/apropriação de valor (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). O denominador comum dos trabalhos que discutem a teoria dos *stakeholders* está no argumento de que, para alcançar um desempenho maior, as empresas devem adotar uma perspectiva ampla da criação de estratégias que incorpora as necessidades e as demandas de vários *stakeholders*, pois se tem que a gestão dos *stakeholders* está relacionada positivamente com o desempenho da empresa (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Trabalhar para criar valor aos *stakeholders* leva a um desempenho melhor ao nível da empresa (Vidal, Berman, & Van

Buren, 2015). A perspectiva da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* amplia o domínio da estratégia e oferece *insights* à realização de uma criação de valor mais ampla, tende a ser suscetível de produzir vantagem competitiva sustentável (Tantalo & Priem, 2016).

A interação mais próxima das empresas com os *stakeholders* é baseada em uma visão relacional e orientada para o processo e, portanto, o desempenho da empresa é dependente de recursos organizacionais e das relações com os *stakeholders* (Camilleri, 2012). Encontrar evidências para estas escolhas, contudo, é um desafio, tendo em vista que as empresas não fazem anúncios públicos de suas opções estratégicas em termos de criação de valor e gestão de seus *stakeholders* (Vidal, Berman, & Van Buren, 2015).

Preocupações estratégicas e morais não podem, em última instância, ser separadas, pois a finalidade do sistema capitalista e os *players* é a criação de valor para todos *stakeholders* (Wayne Gould, 2012). Mesmo assim, gestores enfrentam desafio de estimular a reciprocidade positiva à empresa sem diluir o valor criado (Harrison & Bosse, 2013). A supremacia do acionista como estratégia dominante para executivos de empresas progrediu em estratégia equilibrada, que as decisões de negócios consideram o bem-estar da sociedade (Queen, 2015).

Estudiosos da teoria dos *stakeholders* estão preocupados com a criação do valor em diferentes níveis e aspectos do ambiente empresarial (Crilly & Sloan, 2012). O valor total criado por uma empresa também deve incluir o valor capturado por seus *stakeholders* (Garcia-Castro & Aguilera, 2015). A teoria dos *stakeholders* sugere que a relação entre empresa e *stakeholders* é uma questão importante na governança corporativa e na gestão estratégica porque tais relações podem ter efeitos significativos sobre a capacidade de criar valor (Donaldson & Preston, 1995; Faleye & Trahan, 2011). É a partir da gestão dos *stakeholders* que a empresa aloca valor, bem como tomam decisões suportadas pelos *stakeholders* (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010) com o intuito da vantagem competitiva e criação de valor.

As empresas que têm maior sensibilidade às necessidades dos *stakeholders* são aquelas que focam o resultado, a partir da ênfase estratégica em *marketing* e criação de valor (Brower & Mahajan, 2013). Em termos de processos de tomada de decisão, a empresa não pode dar ao luxo de abrir todas as decisões para todos *stakeholders*, mas distinguir quais *stakeholders* são salientes para incluir nas decisões (Harrison & Bosse, 2013). Há necessidade de coerência na ligação entre a estratégia da gestão de relacionamento com *stakeholders* e criação de valor (Vidal, Berman, & Van Buren, 2015).

A ideia de criação de valor e negócio está ligada à ideia de criação de valor aos *stakeholders* (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004). A lógica por trás da teoria dos *stakeholders* encontra-se na criação de valor e resultados ganha-ganha, e conecta interesses dos *stakeholders* (Camilleri, 2012). A teoria dos *stakeholders* concentra na finalidade de geração de valor do negócio em vez de maximização do lucro e distribuição, pois possibilita analisar as relações entre organização e *stakeholders* (Dumitru, Guse, Feleaga, Mangiuc, & Feldioreanu, 2015).

Freeman, Harrison e Wicks (2007) criticam a tese de separação acionista e *stakeholders* numa compreensão adequada da atividade econômica e gestão e apresentam a criação de valor para ambos. A organização deve inevitavelmente lidar com dinâmicas de mudanças dentro da empresa, no ambiente de mercado ou não (Harris & Freeman, 2008). Todos os *stakeholders* são importantes para a organização e devem ser geridos (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). A tarefa dos executivos é administrar e moldar as relações entre os grupos de forma a criar valor para todos os *stakeholders* e não apenas aos acionistas (Hall, Millo, & Barman, 2015).

As influências e os objetivos dos *stakeholders* impactam na formação da estratégia da empresa, e por isso deve haver as medidas de desempenho da empresa, de alguma forma; ciclos de realimentação das medidas desse relacionamento e interação (Windsor, 2010). As empresas podem alcançar elevados níveis de competitividade e criar mais valor, se tratarem seus *stakeholders* adequadamente (Harrison & Bosse, 2013). Bridoux e Stoelhorst (2014) estabelecem causalidade na relação desempenho da empresa na gestão dos *stakeholders*, considerando o efeito do processo de lidar com os *stakeholders* sobre as contribuições para a criação de valor, e desta forma, destacam que os gestores podem influenciar a criação de valor pelos *stakeholders* escolhendo como a empresa os tratam.

A empresa com uma orientação ampla à criação de valor caracterizou-se por estratégias robustas em nível empresarial, enquanto que empresas com uma orientação estreita na criação de valor, muitas vezes promulgam a tese de separação em suas relações com os *stakeholders*, ou as empresas em transição de orientação de estreito para amplo na criação de valor mostram interessante mistura de robustez na estratégia e orientação para a tese de separação de suas relações com os *stakeholders* (Vidal, Berman, & Van Buren, 2015).

Conceituar valor ao *stakeholder* torna-se central na compreensão do processo de criação de valor. Para determinar o que é valor e como é percebido pelo *stakeholder*, deve considerar que se trata de um conceito subjetivo, não é um fenômeno único e pode ser

diferente para cada *stakeholder* (Garriga, 2014). Além disso, tem a característica de ser multifacetado (Lindfelt & Tornroos, 2006) e nem sempre linear e estruturado (Grönroos & Voima, 2013). McVea e Freeman (2005) entendem a criação de valor como resultado da abordagem dos *stakeholders*, com ênfase nas relações que compõem as redes.

Há confusão e reconhecimento limitado do potencial de criação de valor por meio de diferentes tipos de relações de colaboração (Austin & Seitanidi, 2012) ou como denominada por Castro-Martinez e Jackson (2015) de cocriação colaborativa. Austin e Seitanidi (2012) destacam a criação exclusiva e a cocriação, onde criação exclusiva é o processo de criação de valor simples, proveniente de ações independentes dos parceiros, enquanto que cocriação é o processo de criação de valor com ações conjuntas e dependentes dos *stakeholders*.

Lindfelt e Tornroos (2006) entendem a criação de valor como resultado da gestão de relacionamentos com os *stakeholders*, que dá *status* elevado e legitimidade nas operações, ou seja, processo interativo entre atores envolvidos. Harrison, Bosse e Phillips (2010) vão além, entendem como o processo baseado na relação com os *stakeholders*, a partir do conhecimento (capacidade absorptiva) da função utilidade do *stakeholder*, que pode gerar aumento da demanda e eficiência, aumento da inovação e maior capacidade de lidar com mudanças.

Para a criação de valor aos *stakeholders* deve-se ter distribuição justa de valor aos *stakeholders* e associada à função utilidade – resultados tangíveis e intangíveis decorrentes de ações organizacionais (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). A função utilidade do *stakeholder* procura compreender o bem-estar dos *stakeholders* e identificar oportunidades à empresa no processo de criação de valor (Harrison, Bosse, & Phillips, 2009, 2010). Apesar das adições, o conceito da função de utilidade tem tradicionalmente levado a alguns problemas relacionados com conteúdo (base limitada) e medidas (indicadores), e isso tem dificultado a representação adequada do bem-estar dos *stakeholders* (Garriga, 2014).

A empresa cria valor à sociedade quando torna possível a cooperação produtiva com e entre os *stakeholders* (Pies, Beckmann, & Hielscher, 2010). A premissa é que a criação de valor é justificativa central na parceria (Austin, 2010; Austin & Seitanidi, 2012). A literatura tem centrado principalmente na criação de valor em termos de construção de novos recursos e capacidades (Dentoni, Hospes, & Ross, 2012). Não é sobre condução da rede, mas questão de influenciar discretamente outras empresas e certificar um ambiente propício à troca de conhecimento, criação de valor e chances de inovar (Ritala, Laukkanen, & Natti, 2012).

Ryan (2002) destaca que o processo de criação de valor é destinado ao turista (cliente), ao turismo (setor) e as comunidades (sociedade) e deve ir além dos aspectos tradicionais de expectativa de lucros (Queen, 2015), distribuição de lucros e incorporar uma visão integrada (Dumitru *et al.*, 2015) da estratégia e responsabilidade empresarial, mesmo que o papel da empresa seja debatido com opção mutuamente exclusiva entre a responsabilidade econômica aos acionistas e a responsabilidade social à sociedade (Queen, 2015). O engajamento pode ser visto como método prático fundamental ao desenvolvimento de relações com *stakeholders* na criação de valor (Wayne Gould, 2012). Incluir múltiplos *stakeholders* no processo de criação de valor é que se agrega valor (Smith, Drumwright, & Gentile, 2010). A criação de valor é vista como processo pelo qual inclui vários *stakeholders* e heterogêneos, a partir da construção social e participação, criam valor à organização e para si mesmo (Windsor, 2010).

A criação de valor exige esforço conjunto de todos *stakeholders* (Garriga, 2014), porque nenhum *stakeholder* está sozinho no processo de criação de valor (Martins, Ferreira-da-Silva, & Machado-Santos, 2014). O valor não é criado por uma organização isolada, mas é gerada das relações entre organização e *stakeholders*, a qual é influenciada pelo ambiente externo e dependente dos recursos (Dumitru *et al.*, 2015). O foco se volta à vantagem cooperativa como descrição mais precisa da estratégia de valor (Strand & Freeman, 2015). Articular e promover a criação de valor através de amplo conjunto de *stakeholders* é difícil, pois exige que gestores prestem atenção às métricas que requerem complexidade no pensamento gerencial (Vidal, Berman, & Van Buren, 2015).

Existem três níveis no processo de criação de valor: o nível do dia-a-dia nas interações sociais, *basic game*; o nível da definição de regras institucionais, *meta game*; e o nível de cultivar e participar de um discurso comum, *meta-meta game* (Pies, Beckmann, & Hielscher, 2010). Cinco competências, na visão ética, nos negócios são identificadas e orientadas para a criação de valor, e deve ser ensinada: *optimization* (jogar o jogo básico do negócio de forma eficiente); *governance* (jogar de forma construtiva - estabelecer regras funcionais), *orientation* (ajuste do processo à criação de valor e posicionar estrategicamente a empresa no mercado), *reception* (capacidade de criar valor através da organização de cooperação social) e *communication* (escutar e compreender os interesses dos outros) (Pies, Beckmann, & Hielscher, 2010). Sete aspectos da criação de valor na comunicação e no contexto brasileiro foram identificados: relacionamento com *stakeholders*, ambiente de trabalho, preservação do meio ambiente, aumento da base de clientes, desenvolvimento local, reputação e diálogo com os *stakeholders* (Vidal, Berman, & Van Buren, 2015).

Dentre os atributos da justiça organizacional (honestidade, confiança, tratamento equitativo, respeito etc.) a confiança é um atributo que se destaca entre os demais como fator essencial nas relações e nas trocas de conhecimento (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). A suposição na literatura é que toda abordagem justa de valor ao *stakeholder* deixa-o motivado para criar valor (Bridoux & Stoelhorst, 2014). Para Vidal, Berman, e Van Buren (2015) é necessária estratégia mais ampla de criação de valor, a qual exige mais do que apenas a crença no argumento da justiça organizacional.

O lucro é uma indicação importante de criação de valor organizacional bem-sucedida (Pies, Beckmann, & Hielscher, 2010), mas tem o entendimento que uma abordagem mais ampla à criação de valor e a divulgação do processo de criação de valor tem o potencial para mudar pontos de vista e as estratégias dos gestores sobre a maximização do lucro (Dumitru *et al.*, 2015). Por isso, que tanto uma abordagem de equidade (*fairness*) e alto poder de negociação (*arms-length*) para gerenciamento dos *stakeholders* pode levar à criação de valor (Bridoux & Stoelhorst, 2014).

No entanto, nem todos os *stakeholders* são igualmente importantes para a empresa na formação da estratégia (Li, Puumalainen, & Toppinen, 2014). Os funcionários são, talvez, a parte mais relevante dos *stakeholders*, uma vez que são os únicos que devem executar as estratégias da empresa para a criação de valor (Faleye & Trahan, 2011). Os *stakeholders* que fornecem mais ao processo de criação de valor devem desfrutar de maiores benefícios em relação aos que fornecem menos (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010).

Para classificar as empresas brasileiras, Vidal, Berman e Van Buren (2015) distinguem os modelos de criação de valor em estreito e amplo, onde o estreito está voltado aos *stakeholders* primários, em geral, composto por pequeno número (dois ou três), enquanto o amplo aos secundários e assim as possibilidades de *stakeholders* no processo de criação de valor são ampliadas. Os fatores estratégicos de sucesso, tais como: *design* de produto, serviços ao cliente e modelos de negócios na cadeia de abastecimento de circuito fechado, e processamento de informação intra/inter-organizacional fortalecem a criação de valor, modificando processos na cadeia de abastecimento de circuito fechado e *design* de produto, os quais são influenciados por relações com os *stakeholders* (Schenkel, Krikke, Caniëls, & Van der Laan, 2015).

Contextos de recursos limitados e mercados emergentes oferecem uma situação pronta para avaliar a validade de construção e teste da teoria dos *stakeholders* (George, McGahan, & Prabhu, 2012). Embora, os interesses podem mudar ao longo do tempo (Li, Puumalainen, &



Toppinen, 2014), o contexto se presta bem na priorização de determinados interesses dos *stakeholders* sobre os outros e suas implicações para o desempenho da empresa, criação de valor e suas consequências da distribuição (George, Mcgahan, & Prabhu, 2012). Na sequência serão apresentadas as indicações de agendas futuras às pesquisas no campo.

### 3.4 INDICAÇÕES DE AGENDAS FUTURAS: UMA REFLEXÃO

Os elementos levantados no estado da arte da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* implicam em uma discussão capaz de levar à formação de agenda de pesquisa. Mesmo assim, não é objetivo e nem pretensão esgotar todas as possibilidades de pesquisas futuras ao campo, até porque os direcionamentos apresentados, sem dúvida, levarão a becos sem saída, mas muitos darão frutos (Freeman *et al.*, 2010).

Como as empresas devem gerenciar os relacionamentos com seus *stakeholders* para a criação de valor (Bridoux & Stoelhorst, 2014), apresenta-se como a principal pergunta. O exame de como as empresas criam valor para seus *stakeholders* representa outra área de pesquisa futura (Vidal, Berman, & Van Buren, 2015), ou ainda, como incluir/alocar o valor.

Apesar da importância dos *stakeholders* no processo, pouca atenção foi dada à forma como os gestores incorporam os *stakeholders* em práticas organizacionais a fim de facilitar a criação de valor (Hall, Millo & Barman, 2015). Compreender a combinação do engajamento, através de processos com múltiplos *stakeholders*, pode ajudar a lidar com os problemas e contribuir à criação de valor para a sociedade e para as organizações (Dentoni, Hospes, & Ross, 2012).

Dada a natureza complexa, destrinçarem as relações causa e efeito dos compromissos de múltiplos *stakeholders* na criação de valor à sociedade é um desafio, se não tarefa impossível (Dentoni, Hospes & Ross, 2012). Concentrar nas complexas relações entre os vários *stakeholders* envolvidos em cada caso, tentando entender como estes afetam o processo de criação de valor (Fassin, Colle & Freeman, 2015), torna-se importante.

A questão ética pode ser uma lacuna de ampliação no entendimento sobre o papel das empresas e *stakeholders* no processo de criação de valor, haja vista que a pesquisa em ética nos negócios permanece limitada a uma abordagem abstrata e baseada na aplicação de teorias éticas normativas (Fassin, Colle, & Freeman, 2015). Aproximar novos conceitos, como foi a

tentativa de Mitchell *et al.* (2015), onde relacionam três áreas (contabilidade, criação de valor e empreendedorismo) com a investigação dos *stakeholders*, parece oportuno também.

Testar as razões ao relacionamento com os *stakeholders* pode levar as recomendações para melhorá-lo e examinar se as novas fontes de criação de valor são mais prováveis de emergir de uma abordagem de gerenciamento aos *stakeholders* (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). A quantidade de valor que uma empresa capta normalmente é medida como a parcela do valor que ela cria e que não é distribuída aos seus *stakeholders*, e quanto mais valor cria, mais valor pode presumivelmente capturar e, portanto, diferenças no modo como as empresas abordam esses processos ajudariam logicamente a explicar as diferenças em seu desempenho (Bosse, Phillips, & Harrison, 2009).

Nessa linha, apesar do volume de literatura sobre o tema da gestão e do desempenho dos *stakeholders*, não há muito na literatura pesquisa que descreva sistematicamente, no nível de relacionamento de uma empresa com um *stakeholder*, como um tipo particular de tratamento do *stakeholders* leva a uma vantagem competitiva e desta forma, estudos longitudinais ajudariam a validar a ideia de que as empresas que gerem para os *stakeholders* criam mais valor a longo prazo (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Evidências empíricas são necessárias para a validação da relação entre gestão de *stakeholders* e desempenho organizacional superior (Bridoux & Stoelhorst, 2014; Harrison, Bosse, & Phillips, 2010).

### 3.5 CONCLUSÕES DO ESTUDO II

O presente estudo cumpre com seu objetivo, visto que apresentou o estado da arte da produção acadêmica da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Portanto, esta foi a principal contribuição teórica, a organização do estado da arte. Além disso, o estudo levanta agendas de pesquisas futuras, que possibilitam ao leitor um ‘atalho’ no preenchimento dos *gaps* no campo, além de possibilitar a compreensão, de maneira mais detalhada e estruturada, das pesquisas realizadas no contexto da criação de valor e TS.

Vale ressaltar que o estudo apresenta limitações. Há limitações inerentes ao método, pois mesmo uma coleta estruturada, a partir de uma base consistente e de importância na discussão no campo da gestão e estratégica, pode ocorrer o risco de alguma autoria ficar de fora do estudo. Também tem a limitação da interpretação do campo, que é dependente do julgamento do autor, por mais imparcial e literato no assunto, apresenta limitações humanas.

#### **4 ESTUDO III. CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*: ANÁLISE DAS CITAÇÕES E COCITAÇÕES NA PRODUÇÃO CIENTÍFICA INTERNACIONAL (2000-2016)**

Neste capítulo é apresentado a bibliometria da discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. A partir da análise das citações e cocitação da produção científica internacional, por meio de técnicas quantitativas de escalonamento multidimensional (MDS) e da análise fatorial exploratória (AFE), o estudo objetiva compreender a estrutura intelectual que conecta os autores que pesquisam a teoria dos *stakeholders* com enfoque na criação de valor. A amostra final dos artigos analisados neste capítulo foi orientada pelos artigos identificados na revisão sistemática (Estudo I da Tese) e do estado da arte (Estudo II da Tese). Como resultados principais tem-se: os 35 trabalhos mais citados no campo; as quatro principais correntes de discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*; e a discussão das duas principais abordagens da discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*.

##### **4.1 INTRODUÇÃO**

A teoria dos *stakeholders* (TS) reconhece o valor como parte do negócio e objetivo principal da empresa (Queen, 2015). Por conta da sinergia da criação de valor por meio dos *stakeholders* (Tantalo & Priem, 2016), as pesquisas partem da ideia de que a discussão pode abrir novas compreensões ao processo de criação de valor organizacional (Garcia-Castro & Aguilera, 2015; Garriga, 2014; Mitchell, Van Buren, Greenwood, & Freeman, 2015). A investigação da criação de valor no contexto da TS de forma a mapear o estado da arte é recente (Cintra, Cassol, & Costa, 2017; Cintra, Costa, Amâncio-Vieira, & Ribeiro, 2015), o que denota desafios, espaços e perspectivas à realização de mais estudos na temática.

Na TS, quando se enfatizam o estado da arte no tema, ou investigações sociométricas ou bibliométricas, os estudos passaram por/pelo: estado-da-arte internacional (Parmar, Freeman, Harrison, Wicks, Colle, & Purnell, 2010; Freeman, Harrison, Wicks, Parmar, & Colle, 2010) e brasileira (Coradini, Sabino, & Costa, 2010), análise da publicação internacional de 1984-2007 (Laplume, Sonpar, & Litz, 2008), participação dos *stakeholders* na gestão ambiental (Reed, 2008), TS e turismo (Vieira, Costa, Oguido, & Cintra, 2011;

Costa, Vieira, & Carmona, 2011), gestão de *stakeholders* (Mascena, Fogaca, & Fischmann, 2012), *stakeholders analysis* no turismo (Vieira, Costa, & Cintra, 2012), autores no cenário brasileiro, obras relevantes e citadas (Cintra, Amâncio-Vieira, Suzuki, & Costa, 2014), instituições e temáticas (Ribeiro, 2016), governança corporativa e *stakeholders* (Ribeiro, Costa, Ferreira, & Serra, 2014), *stakeholders* no contexto da sustentabilidade (Szabo, Costa, & Ribeiro, 2014), a evolução da legitimidade na TS (Barakat, Freitas, Boaventura, & MacLennan, 2016), análise metodológica das publicações brasileiras de TS e turismo (Cintra, Ribeiro, & Costa, 2015), revisão sistemática de TS e *value creation* (Cintra, Costa, Vieira, & Ribeiro, 2015), *resource-based view* e TS (Favoreto, Vieira, Shimada, & Ferreira, 2015), *stakeholders* e *accountability* (Molina, Ribeiro, & Costa, 2015), evolução das definições da TS (Miles, 2015), distribuição de valor aos *stakeholders* (Sarturi, Seravalli, & Boaventura, 2015), priorização de *stakeholders* (Mascena, Kim, Fischmann, & Corrêa, 2015), interesses, demandas e valor no contexto da TS (Chiareto, Kometani, & Corrêa, 2015) e CSP na TS (Azevedo, Santos, & Boaventura, 2016).

Diferente das pesquisas anteriores, o estudo objetiva compreender a estrutura intelectual que conecta os autores que pesquisam a TS com o enfoque na criação de valor. Como contribuição, tem-se a perspectiva distinta das pesquisas já realizadas e relacionadas a TS e criação de valor, pois busca demonstrar a estrutura intelectual que conectam os autores, bem como identificar as principais correntes de discussão da criação de valor no contexto da TS a partir da análise de citações. Vale ressaltar ainda, que vários estudos demonstraram a validade da análise de citação para compreender a estrutura intelectual de um campo de pesquisa (Di Guardo & Harrigan, 2012; Fernandes, Ferreira, Raposo, Estevão, Peris-Ortiz, & Rueda-Armengot, 2017; Ramos-Rodríguez & Ruiz-Navarro, 2004; Ribeiro, Serra, Marietto, & Serra, 2017; Serra, Pinto, Guerrazzi, & Ferreira, 2017; Serra, Tomei, & Serra, 2014).

Este estudo foi organizado em seis partes. A primeira compreende essa introdução. A segunda foi composta pela revisão de literatura, orientada por revisar TS com enfoque na discussão da criação de valor. Na terceira apresenta-se os procedimentos metodológicos do estudo. Na quarta apresentam os resultados. Na quinta tem-se a discussão dos resultados. Na sexta abrange as considerações finais e limitações do estudo.

## 4.2 TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*: A CRIAÇÃO DE VALOR

Credita as origens da TS alinhadas em quatro ciências fundamentais: sociologia, economia, política e ética (Mainardes, Alves, & Raposo, 2012). Inicia com a suposição de que os valores são uma parte de fazer negócios (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004) e, portanto, busca compreender e solucionar três problemas relacionados ao negócio: como o valor é criado e comercializado; conexão da ética com o capitalismo; e que a gestão pense sobre os dois anteriores (Freeman *et al.*, 2010).

A TS passou por três períodos importantes no cenário internacional: incubação, de 1984-1991; crescimento incremental e desenvolvimento da teoria, de 1991-1998; e maturidade, iniciado por volta de 1999 (Laplume, Sonpar, & Litz, 2008). A TS, nos últimos anos, tornou-se mais do que uma simples teoria de gestão estratégica e tem sido caracterizada como uma vasta tradição em pesquisa (Mcvea & Freeman, 2005), além de oportunidades em futuras pesquisas (Freeman *et al.*, 2010).

A discussão da criação de valor no contexto da TS é tema emergente (Cintra, Cassol, & Costa, 2017; Sarturi, 2015) e tem história recente (Cintra *et al.*, 2015; Garriga, 2014). A inclusão da criação de valor na TS é um assunto que os pesquisadores têm procurado abordar (Mitchell *et al.*, 2015) e, portanto, há renovado interesse entre estudiosos de estratégia na relação da teoria e as dinâmicas de criação/apropriação de valor nas empresas (Garcia-Castro & Aguilera, 2015).

O valor é criado por um processo, que nem sempre é linear e estruturado e, por isso, entende-se por criação de valor como o surgimento ou formação do valor (Grönroos & Voima, 2013). Além disso, é um conceito complexo e multifacetado (Lindfelt & Tornroos, 2006), mas central para a literatura de gestão e organização (Laursen & Svejvig, 2016). A TS se aproxima da criação de valor a partir de uma perspectiva que é diferente de outras teorias de gestão estratégica, haja vista que atividades e processos de criação de valor têm que ser entendida com base nas relações cruciais da empresa com seus *stakeholders* (Garriga, 2014). O objetivo superordenado da TS é explicar a criação de valor (Freeman *et al.*, 2010).

A TS converge para a discussão da criação de valor, principalmente sob o aspecto de que as empresas devem ser criadoras de valor partilhado e não apenas de lucro (Porter & Kramer, 2011) e criar valor torna-se o objetivo principal da atividade empresarial (Pies, Beckmann, & Hielscher, 2010) e essência para o sucesso estratégico (Tantalo & Priem, 2016).

A gestão para os *stakeholders* desbloqueia e potencializa incremento à criação de valor, bem como as condições que facilitam ou atrapalham o processo de criação de valor; e que existe uma forte razão à inclusão da TS na discussão de vantagem competitividade e desempenho da empresa (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Por conta dessas discussões, a próxima onda de pesquisa na teoria irá integrar melhor como se cria valor (Parmar *et al.*, 2010).

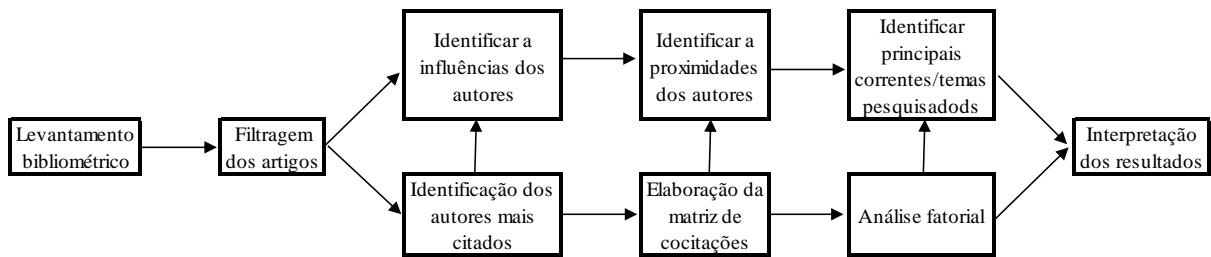
Desta forma, elemento central da TS é o que está gerando interesse mútuo entre os *stakeholders*, em vez de se concentrarem em *trade-off* (Höerisch, Freeman, & Schaltegger, 2014). Baseado nesses interesses, a TS tem por objetivo a criação de valor para todas as partes envolvidas (Freeman *et al.*, 2010). Observar que a unidade de análise da TS não é a empresa, mas as relações entre ela e *stakeholders* (Höerisch, Freeman, & Schaltegger, 2014) é essencial e, portanto, a evolução da teoria não passa por uma definição universal do que é *stakeholder*, mas sim no debate dos limites de identificação dos *stakeholders* (Miles, 2015) e desdobramentos do relacionamento entre empresa e *stakeholder* no processo de fazer negócio ou, nomeadamente, na criação de valor.

A abordagem da TS é a única que proporciona ênfase sobre as relações que compõem as redes, a partir da qual novas ideias de criação de valor são geradas (McVea & Freeman, 2005). É natural que a própria ideia de criação de valor e do mercado esteja intimamente ligada à ideia de criação de valor aos *stakeholders* (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004). A motivação fundamental de tais abordagens é a visão de que a criação de conexões entre os *stakeholders* abrirá oportunidades invisíveis à criação de valor (Camilleri, 2012). A abordagem da TS à criação de valor pode ser resumida em: o negócio representa um conjunto de relações entre os *stakeholders* que interagem e criam valor (Dumitru, Guse, Feleaga, Mangiuc, & Feldioreanu, 2015).

### 4.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O estudo caracteriza-se como bibliométrico (Alvarado, 2002), pois utiliza ferramenta estatística que permite mapear e gerar diferentes indicadores de tratamento da produção científica (Araújo, 2006; Chueke & Amatucci, 2015; Guedes & Borschiver, 2005), cujos dados são de fonte secundária, coletados na base de referências da *Web of Science* (WoS). A base apresenta referências com resumos, tem característica multidisciplinar e indexa somente os periódicos mais citados em suas áreas. A base é preterida porque possui ferramentas de busca que facilitam a pesquisa e seleção dos dados para compor a bibliometria (Quevedo-

Silva, Santos, Brandão, & Vils, 2016). Para tanto, organizou os procedimentos conforme Figura 7.



**Figura 7.** Procedimentos do estudo bibliométrico

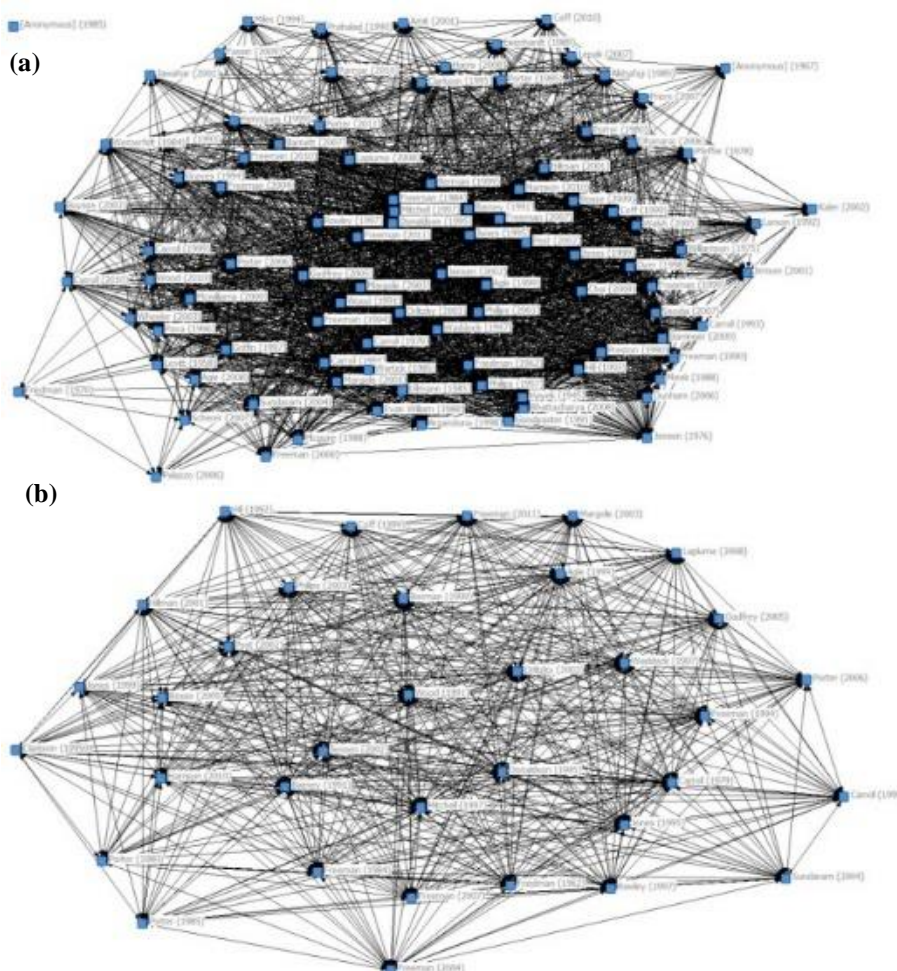
Fonte: Adaptado de Pinto *et al.* (2016).

Os dados foram coletados em 30/8/2016 diretamente na plataforma *WoS*. Buscou pela palavra “*stakeholder theory*” e na sequência foi refinado com a palavra “*value creat\**”. O horizonte temporal da seleção foi desde 1945 (1º ano disponível) até 2016. Os artigos da base mostram que a discussão conjunta entre os termos iniciou a partir de 2000 (Cintra *et al.*, 2015) e, portanto, ficou estabelecido de 2000 até 2016. Foram encontrados inicialmente 52 artigos que atendiam as características da pesquisa, em razão de conterem no título, resumo ou palavras-chave os termos buscados, os quais são parte de uma população composta por 1.457 artigos indexados a palavra “*stakeholder theory*”. Buscou obter os artigos, entretanto dos que estavam disponíveis na base com as informações das referências citadas totalizaram 45 artigos, o que tornou a amostra final do estudo. Esses 45 artigos utilizaram 2.508 referências, sendo que ao propósito do estudo foram analisadas 35 referências – as mais citadas (Tabela 1), haja vista que pressupõe como as mais relevantes ao campo de estudo, pois parte da hipótese de que um trabalho citado, mais frequentemente é mais relevante do que um menos citado, e isso demonstra a aceitação do trabalho pela comunidade científica.

Após a coleta dos dados foi organizado a estrutura para analisá-los. Com intuito de reduzir o número de fatores e obter documentos que definem grupos de tendências e abordagem sobre as variações da discussão da criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders* foi utilizada mais de uma técnica estatística multivariada. Para agregar os dados provenientes da base de referências foi utilizado o *software* Bibexcel, o qual permitiu transformar os dados em informações quantitativas acerca da amostra final do estudo. Foi criada a tabela de frequência de citação (Tabela 1) e foi gerada a matriz de cocitações com intuito da criação do mapa das cocitações proveniente da análise fatorial realizada no SPSS v.20 (Tabela 2 e Figura 9). Para realizar essas análises todos os dados provenientes das referências foram normalizados *a priori*, visto que algumas das referências apresentavam

inconsistências de formatação da citação, tais como: nome dos autores, volumes, números, páginas e nomes dos periódicos.

Na sequência foi feita a análise de cocitações, primeiramente no Ucinet 6.0 para identificar a densidade da rede (iniciou com trabalhos citados >1, até definir o corte da pesquisa: >5 citações – ver figura 8) e depois foi gerada a escala multidimensional (MDS) no SPSS com os 35 trabalhos citados >5 vezes – ver figura 9. A escala MDS oferece uma imagem visual de proximidade ou força de conexão entre os artigos. A matriz de proximidade é um padrão de análise para codificação qualitativa e oferece a base à análise multivariada. À elaboração da matriz considerou igualmente os 35 artigos que receberam o maior número de citações.



**Figura 8.** Rede dos autores que discutem a criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*

Fonte: Elaborado pelo autor (2017). Nota: (a) rede com as 96 autorias; (b) rede com as 35 autorias.

Por fim, realizou a análise fatorial gerada a partir da matriz de cocitações e com rotação *varimax*, pois os resultados são mais fáceis de interpretar. Artigos que têm proximidade conceitual terão cargas mais altas no mesmo fator. A carga dos fatores com



valores maiores que 0,4 são considerados e formam o tema (ou *cluster*), ou seja, cada item representa um tema intelectual definido pelos trabalhos dos autores com cargas altas naquele fator. A agregação e o filtro operado mostraram suficiente ao estudo, que foi de realizar estudo bibliométrico na produção científica que discutem a criação de valor na TS.

#### 4.4 RESULTADOS

Nessa seção são apresentados os resultados da análise das citações e cocitações das autorias, bem como a análise fatorial realizada nos artigos que abordam a criação de valor no contexto da TS, os quais foram publicados no cenário internacional.

##### 4.4.1 Análise das Citações

Com base na amostra final, selecionados na base da WoS, elaborou-se a Tabela 1, com os 35 trabalhos mais citados nas referências. Como critério de corte foram escolhidos trabalhos que tivessem 5 ou mais citações. A análise de citações permitiu identificar os autores que receberam o maior número de citações, o que de certa forma apresenta como suporte teórico para a discussão da criação de valor no contexto da TS.

Ordem	Documentos citados	Nº de citações	% de citações nos 45 artigos	Ordem	Documentos citados	Nº de citações	% de citações nos 45 artigos
1	Donaldson & Preston (1995)	29	64,4%	19	Jones & Wicks (1999)	7	15,6%
2	Freeman (1984)	24	53,3%	20	Bosse, Phillips, & Harrison (2009)	7	15,6%
3	Mitchell, Agle, & Wood (1997)	22	48,9%	21	Laplume, Sonpar, & Litz (2008)	7	15,6%
4	Freeman, Harrison, & Wicks (2007)	12	26,7%	22	Margolis & Walsh (2003)	7	15,6%
5	Berman, Wicks, Kotha, & Jones (1999)	11	24,4%	23	Sundaram & Inkpen (2004)	7	15,6%
6	Jones (1995)	11	24,4%	24	Friedman (1962)	7	15,6%
7	Jensen (2002)	11	24,4%	25	Harrison, Bosse, & Phillips (2010)	7	15,6%
8	Bamey (1991)	10	22,2%	26	Porter (1980)	6	13,3%
9	Phillips (2003)	10	22,2%	27	Post, Preston, & Sachs (2002)	6	13,3%
10	Freeman (2011)	10	22,2%	28	Clarkson (1995)	6	13,3%
11	Rowley (1997)	10	22,2%	29	Wood (1991)	6	13,3%
12	Orlitzky, Schmidt, & Rynes (2003)	9	20,0%	30	Godfrey (2005)	5	11,1%
13	Porter & Kramer (2006)	9	20,0%	31	Hillman & Keim (2001)	5	11,1%
14	Coff (1999)	8	17,8%	32	Carroll (1979)	5	11,1%
15	Waddock & Graves (1997)	8	17,8%	33	Porter (1985)	5	11,1%
16	Freeman (1994)	8	17,8%	34	Hill & Jones (1992)	5	11,1%
17	Freeman, Wicks, & Parmar (2004)	8	17,8%	35	Carroll (1999)	5	11,1%
18	Agle, Mitchell, & Sonnenfeld (1999)	7	15,6%				

**Tabela 1.** Os 35 trabalhos mais citados nas referências

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

A partir da tabela 1 pode destacar que Donaldson e Preston (1995) foram o mais citado, com 29 citações, ou seja, citado em 64,4% da amostra final (45 artigos). O segundo trabalho mais citado é o livro de Freeman (1984), com 24 citações (53,3%), e o terceiro é o artigo de Mitchell, Agle e Wood (1997), com 22 citações (48,9%). Tais trabalhos representam os clássicos da teoria dos *stakeholders* e, portanto, são relevantes à discussão da TS (Cintra *et al.*, 2014; Ribeiro, 2016). Ao analisar os 35 artigos ou livros mais citados no campo da discussão da criação de valor no contexto da TS, com a exceção de Barney (1991), Margolis e Walsh (2003), Friedman (1962) e Porter (1980, 1985), o restante ou discutem diretamente o posicionamento da TS na criação de valor ou permeiam assuntos que utilizam a TS com um enfoque contemporâneo, como é caso da CSP e da CSR.

#### 4.4.2 Análise Fatorial e Cocitações

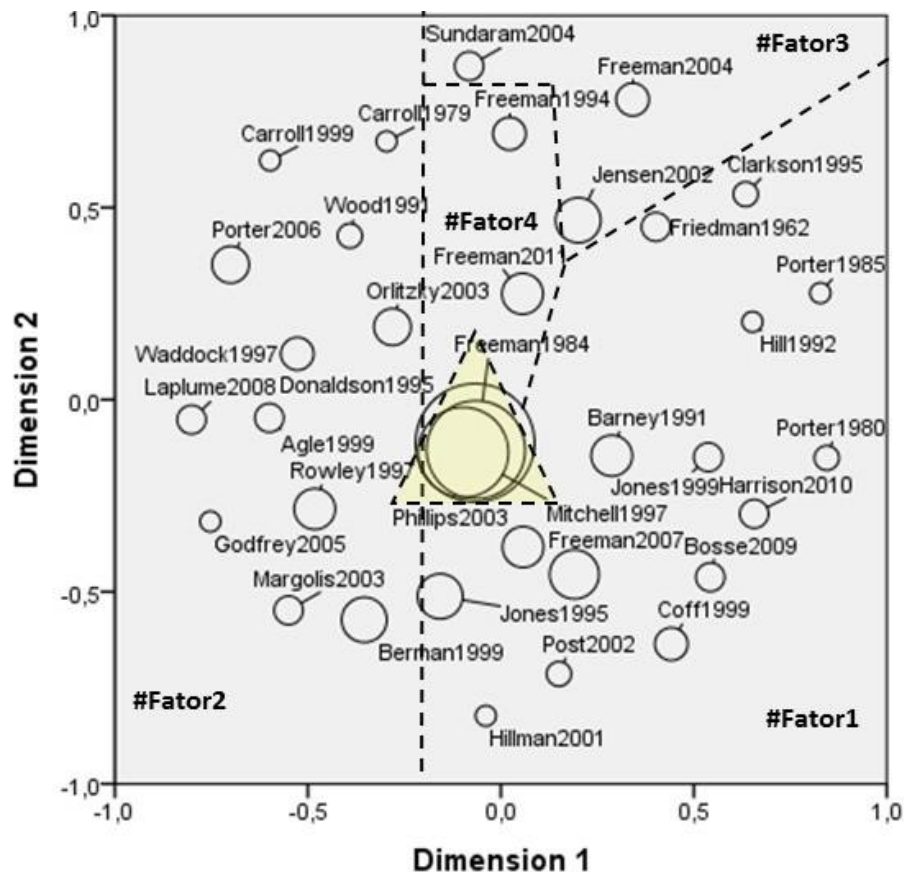
O teste de KMO apontou valor de 0,660 e de Bartlett foi de 0,000, sendo significativa. Ambos os valores são aceitos para a utilização do método fatorial e, portanto, não foi necessária a exclusão de nenhum trabalho. A amostra foi adequada, com *Alpha de Cronbach* de 0,932 #fator1 e #fator2, 0,746 #fator3 e 0,646 #fator4, enquanto a variância explicada de 66,92% (23,30% #fator1, 23,02% #fator2, 11,42% #fator3 e 9,18% #fator4). Superado os padrões mínimos estatísticos para validação da amostra, procedeu a análise por meio da matriz de componentes rotacionado e agrupamento estatísticos em 4 fatores (tabela 2).

	Component					Component			
	1	2	3	4		1	2	3	4
Porter (1980)	.875				Godfrey (2005)	.817			
Harrison, Bosse, & Phillips (2010)	.836				Porter & Kramer (2006)	.733			
Bosse, Phillips, & Harrison (2009)	.792				Margolis & Walsh (2003)	.726			
Coff (1999)	.735				Carroll (1999)	.726			
Jones & Wics (1999)	.723				Waddock & Graves (1997)	.702			
Post, Preston, & Sachs (2002)	.673				Laplume, Sonpar, & Litz (2008)	.688			
Phillips (2003)	.650				Agle, Mitchell, & Sonnenfeld (1999)	.675			
Freeman, Harrison, & Wicks (2007)	.620				Wood (1991)	.672			
Hillman & Keim (2001)	.610				Berman, Wick, & Jones (1999)	.657			
Porter (1985)	.605				Rowley (1997)	.651			
Clarkson (1995)	.559				Carroll (1979)	.644			
Jones (1995)	.549				Orlitzky, Schmidt, & Rynes (2003)	.624			
Barney (1991)	.517				Donaldson & Preston (1995)	.540			
Mitchell, Agle, & Wood (1997)	.503				Freeman (2011)			.846	
Hill & Jones (1992)	.444				Freeman (1984)			.793	
Friedman (1962)	.424				Freeman (1994)			.653	
					Freeman, Wicks, & Parmar (2004)				.813
					Sundaram & Inkpen (2004)				.717
					Jensen (2002)				.423

**Tabela 2.** Matriz de Componentes Rotacionada

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Ao analisar os trabalhos e as características que fazem com que estejam no mesmo fator, bem como o diferencie dos demais, foi possível reduzir a 4 *clusters* principais. Testes iniciais organizava a análise em 7 constructos, entretanto ao simular o agrupamento e o objetivo de cada trabalho, além dos dados estatísticos, optou pelo agrupamento reduzido a 4 componentes como a situação mais adequada à base de dados. O mapa de cocitação (figura 9) mostra visualmente a proximidade intelectual dos trabalhos. A maior proximidade entre os trabalhos significa que foram mais frequentemente citados conjuntamente nos trabalhos. O diâmetro do círculo é proporcional à frequência de citação, pois facilita a compreensão das relações entre os trabalhos demonstrados no mapa, o qual evidencia a estrutura de suas ligações intelectuais entre os autores mais citados na discussão da criação de valor no contexto da TS.



**Figura 9.** Mapa de cocitações dos 35 autores mais citados no contexto estudado

Fonte: Elaborado pelo autor (2017). Nota: Optou por informar somente o primeiro autor do trabalho.

Para nominar os fatores, todos os trabalhos que compõem o mapa foram lidos e analisados. Dois fatores foram classificados tendo em vista a abordagem que fazem da criação de valor no contexto da TS (#Fator1 e #Fator2), enquanto que os outros dois fatores foram classificados tendo em vista a discussão clássica ou contemporânea da criação de valor (#Fator3 e #Fator4).

Desta foram, dois fatores tiveram destaques no mapa (#Fator1 e #Fator2) por conta da discussão empírica que fazem, os quais serão foco de detalhamento na discussão dos resultados. O #Fator1 foi identificado com característica e orientação para desempenhos e ganhos, pois está composto por trabalhos que discutem a criação de valor sobre o enfoque do poder de barganha (ou poder de negociação), gestão dos recursos internos e das interações da empresa e *stakeholders*, dentro de uma sociedade, mas sem o processo de coagir. Essa abordagem se manifesta, de maneira muito próxima as características do *arms-length*, pois tem uso do sigilo, assimetria de informação a favor da empresa, contratos detalhados, sanções legais e econômicas, além de relações de curto prazo (Bridoux & Stoelhorst, 2014). Esse grupo está orientado na ideia de que a rede de relações com os *stakeholders* se converte em desempenho superior, prestando atenção especial ao papel da vantagem competitiva nesse vínculo (Kull, Mena, & Korschun, 2016).

O #Fator2 foi identificado com característica e orientação mais social de responsabilidade da empresa, pois está composto de trabalhos que discutem a criação de valor sobre o enfoque do tratamento justo nas relações com os *stakeholders* e da inclusão de questões sociais na gestão. Em outras palavras tem o foco da gestão pura para os *stakeholders*. Uma abordagem de justa revela que as interações da empresa com os *stakeholders* são baseadas em considerações de justiça e pode se manifestar de três maneiras: a justiça leva a dividir o valor criado pela conexão com os *stakeholders*; os contratos entre *stakeholders* e empresa são pautados na confiança, até por isso que não são muito detalhados, pois têm as sanções sociais em vez da imposição legal; e as relações entre empresa e *stakeholders* tendem a ser duradouras, próximas as características de *fairness* de Bridoux e Stoelhorst (2014). O *cluster* está orientado à vantagem cooperativa como estratégia à criação de valor (Strand & Freeman, 2015) e tem em seu foco central, oposição ao *arms-length* (Unglaub, 2016).

O #Fator3, denominado como os clássicos do olhar contemporâneo, está composto pelos trabalhos de Freeman, Wicks e Parmar (2004), Sundaram e Inkpen (2004) e Jensen (2002). Esses trabalhos pertencem ao mesmo grupo por conta das proximidades no mapa, bem como são trabalhos que discutem a criação de valor numa ótica mais atual, com direcionamentos futuros como é o caso da revisão do objetivo corporativo (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004), resposta do objetivo corporativo (Sundaram & Inkpen, 2004), além do enfoque do conflito da teoria da agência e TS (Jensen, 2002).

O #Fator4 foi denominado de clássicos da TS, sendo composto pelos trabalhos de Freeman (1984, 1994, 2011), pois além de constar a obra percussora da discussão da TS

(Freeman, 1984), tem direcionamentos futuros a teoria (Freeman, 1994, 2011). Importante ressaltar, que foi feito destaque na figura 3 (um triângulo), pois os trabalhos de Donaldson e Preston (1995) e Mitchell, Agle e Wood (1997) poderiam compor os fatores 1, 2 ou 4 por dois motivos principais: centralidade e proximidade dos trabalhos no mapa, e são, juntamente com Freeman (1984), os três trabalhos mais citados no campo.

#### 4.5 DISCUSSÃO DOS FATORES

Nesta seção serão detalhados os dois fatores principais que estão ligados à discussão da criação de valor no contexto da TS sobre duas abordagens: (#Fator1) a criação de valor nas questões de negócio dentro da sociedade orientada a ganhos e desempenhos; e (#Fator2) a criação de valor na gestão com abordagem de questões sociais, ou seja, orientação mais social de responsabilidade da empresa.

##### 4.5.1 Apresentação do #Fator1: orientação para ganhos e desempenho da empresa

O *cluster* foi associado à utilização de fortes incentivos econômicos para relacionar com os *stakeholders* (Bridoux & Stoelhorst, 2014) e tem a ideia de que o objetivo final, das decisões empresariais, está voltado para o sucesso no mercado (Berman *et al.*, 1999). As autorias deste *cluster* são as apresentadas, em ordem cronológica de publicação, na Figura 10.

<b>Autoria</b>	<b>Contribuição</b>	<b>Argumento</b>
Friedman (1962)	-Liberdade das ações da empresa -Capitalismo livre	A preservação da liberdade é a razão para limitar e descentralizar o poder governamental. O tema central é o papel do capitalismo competitivo, no qual as organizações operam em mercados e sistemas econômicos livres, com o liberalismo econômico em voga. Confia no mercado livre e competitivo como organizador da atividade econômica e moralizador do comportamento corporativo.
Porter (1980)	-Modelo das “cinco forças”	A estratégia competitiva se tornou central no campo acadêmico e na agenda empresarial. As “cinco forças” oferece uma compreensão da concorrência no setor, revela diferenças e evoluções entre setores, e ajuda encontrar seu posicionamento. A estratégia competitiva é orientada em termos de custo e diferenciação, os quais estão vinculados à rentabilidade da empresa.
Porter (1985)	-Vantagem competitiva com a cooperação entre fornecedores, empresa e consumidores.	Avança no pensamento anterior, pois embora as empresas inevitavelmente tenham uma relação de negociação com fornecedores e compradores, elas podem aumentar o valor total a ser dividido trabalhando em cooperação com compradores, fornecedores e produtores de produtos complementares. Concentra o foco na empresa, ao contrário do foco anterior no setor. Contribui na dicotomia dos fatores externos (estrutura e posicionamento) e dos internos (competências centrais e recursos críticos) no intuito da empresa criar e sustentar uma vantagem competitiva. Consagra o emprego do termo vantagem competitiva entre consultores e acadêmicos (Brito & Brito, 2012).
	-Visão baseada	Apresenta o <i>resource based model</i> (ou <i>resource-based view</i> ), e faz o link com a

Barney (1991)	<p>nos recursos.</p> <p>-Recurso como valioso, raro, inimitável e insubstituível.</p>	<p>vantagem competitiva, sob o argumento que a potencialidade de geração de valor guarda relação direta como o quão valioso, raro, inimitável e insubstituível são esses recursos. Tem um olhar nos aspectos internos, capaz de explicar a heterogeneidade existente entre as organizações. A sinergia com a TS centra no argumento de que gerir a posição de recursos implica, por consequência, gerir relações com os <i>stakeholders</i> (Favoreto <i>et al.</i>, 2015).</p>
Hill e Jones (1992)	<p>- Teoria da agência-<i>stakeholder</i>.</p>	<p>Propõem a teoria da agência-<i>stakeholder</i>, na qual a capacidade da teoria da agência explica a natureza das relações contratuais implícitas e explícitas que existem entre os <i>stakeholders</i> da empresa. A teoria da agência defende a ideia de que existem conflitos entre os interesses dos administradores e os dos acionistas (Mineta, Nakamura, &amp; Bastos, 2009). Explicam aspectos do comportamento estratégico da empresa, a estrutura dos mecanismos de incentivos e as formas institucionais que envolvem os contratos entre gestores e <i>stakeholders</i>.</p>
Clarkson (1995)	<p>- <i>Stakeholders</i> primários e secundários.</p> <p>- CSP na empresa</p> <p>- Foco no <i>stakeholder</i> primário.</p>	<p>Revisa 10 anos de pesquisa em CSP e destaca duas considerações: i) as empresas gerenciam relacionamentos com grupos de <i>stakeholders</i> e não com a sociedade como um todo; e ii) distinguir entre questões sociais e questões de <i>stakeholders</i>, bem como em primários e secundários. A gestão deve ter ênfase no tratamento dos <i>stakeholders</i> primários, pois o desempenho social e financeiro da empresa depende da gestão destes, devendo a empresa criar e distribuir valor e riqueza aos <i>stakeholders</i> primários.</p>
Jones (1995)	<p>- Enfoque instrumental da teoria dos <i>stakeholders</i>.</p> <p>- Relações contratuais.</p> <p>- Oportunismo como um custo de transação.</p>	<p>A teoria instrumental estabelece conexões entre prática e resultado (Donaldson &amp; Preston, 1995). A relação entre <i>stakeholders</i> e empresa é estabelecida por meio de contratos (Margolis &amp; Walsh, 2003), em alguns casos mais formais que outros, até por conta que o oportunismo é um problema nas relações entre a empresa e o agente e, portanto, a adoção voluntária de padrões de comportamento que o limitem ou eliminem o oportunismo torna-se importante. A cooperação mútua reduz os custos com o oportunismo (custos de transação), pois as economias de mercado competitivas operam melhor onde os valores compartilhados de honestidade e integridade prevalecem. A ausência de informações confiáveis e a presença de oportunismo prejudicam o funcionamento dos mercados. Na verdade, em relações econômicas nas quais o oportunismo é descoberto, por uma das partes, as futuras relações podem ficar seriamente comprometidas. Aqui a reputação é um indicador de uma propensão ou não ao oportunismo. A reputação dos gerentes é testada frequentemente por meio: (a) de políticas e decisões que afetam diretamente os <i>stakeholders</i> e (b) de interações indiretas com os <i>stakeholders</i>, pelo comportamento dos agentes (funcionários e gerentes). A empresa que honra seus contratos, coopera em esforços conjuntos e entrega em tempo hábil não pode ser qualificada como indesejável.</p>
Mitchell, Agle e Wood (1997)	<p>- Modelo de saliência do <i>stakeholder</i></p> <p>- Atributos de identificação do <i>stakeholder</i></p>	<p>Contribui na identificação e saliência dos <i>stakeholders</i>, pois propõem o modelo de saliência dos <i>stakeholders</i> orientados a de 3 atributos: poder, legitimidade e urgência. A tipologia possibilita classificar os <i>stakeholders</i> em: não <i>stakeholder</i> (nenhum atributo), adormecido (poder), discricionário (legitimidade), demandante (urgência), dominante (poder e legitimidade), perigoso (poder e urgência), dependente (urgência e legitimidade) e definitivo (os três atributos).</p>
Coff (1999)	<p>-Gestão dos relacionamentos internos como vantagem competitiva</p> <p>-Vantagem competitiva pode diferenciar de desempenho</p>	<p>Discute a apropriação de rendas pelos <i>stakeholders</i> (Favoreto <i>et al.</i>, 2015). Gerir não apenas os relacionamentos externos, mas também internamente, é fundamental para obter, sob a perspectiva de vantagens competitiva na visão baseadas em recursos, um balanço favorável na geração e apropriação de rendas. Os papéis dos <i>stakeholders</i> internos (funcionários) podem conceder-lhes grande poder de barganha (nexo de contratos), especialmente em relação aos investidores e, portanto, podem apropriar a totalidade ou a maior parte da renda (ou valor). A renda dos acionistas é a “ponta do iceberg”, enquanto os funcionários apropriam o valor compreendendo como tudo que está “abaixo da linha da água”. Foi o primeiro a apontar que vantagem competitiva pode não necessariamente corresponder a um desempenho superior, mostrando como a ideia de criação de valor para a definição de vantagem competitiva pode diferenciá-la do desempenho (Brito &amp; Brito, 2012).</p>
Jones e Wicks	<p>-Convergência normativa e instrumental da</p>	<p>Destacam que a questão central abordada pela teoria convergente dos <i>stakeholders</i> é que tipos de relações com os <i>stakeholders</i> são tanto moralmente quanto praticáveis. Partem do pressuposto de que a questão relevante é se os</p>

(1999)	TS	estudiosos que avançam a teoria convergente dos <i>stakeholders</i> podem concordar com conjuntos de métodos que incluem elementos éticos e instrumentais.
Hillman e Keim (2001)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Boas relações com <i>stakeholders</i> primários explica vant. competitivas</li> <li>-Gestão de <i>stakeholders</i> influencia valor p acionistas</li> <li>-Gestão de <i>stakeholders</i> e questões sociais devem ter focos distintos</li> </ul>	Destacam que boas relações com os <i>stakeholders</i> primários (funcionários, clientes, fornecedores e comunidade local), pode levar ao aumento da riqueza dos acionistas, ajudando as empresas a desenvolver ativos intangíveis e valiosos, que podem ser fontes de vantagem competitiva. Por outro lado, o uso de recursos corporativos para questões sociais não relacionadas aos <i>stakeholders</i> primários pode não criar valor para os acionistas. Tais evidências de que a gestão de <i>stakeholders</i> leva a um maior valor aos acionistas, enquanto que a participação social é negativamente associada ao valor dos acionistas. A relação entre o desempenho social e o desempenho financeiro pode ser melhor compreendida separando o desempenho social em dois componentes: gestão de <i>stakeholders</i> e participação em questões sociais. As implicações são de que o investimento na gestão de <i>stakeholders</i> pode ser complementar à criação de valor aos acionistas e pode fornecer base à vantagem competitiva, pois podem ser criados recursos e capacidades importantes que diferenciam uma empresa dos concorrentes.
Post, Preston e Sachs (2002)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Interação com os <i>stakeholders</i> garante criação de valor em longo prazo.</li> <li>-Gestão dos <i>stakeholders</i> como cultura.</li> <li>-Aprendizagem adaptativa, renovadora e transformacional.</li> </ul>	As fontes de riqueza organizacional emergem da interação com uma ampla gama de <i>stakeholders</i> e para garantir a criação de valor em longo prazo, é necessário que as empresas desenvolvam relacionamentos fortes e sustentáveis com diversos <i>stakeholders</i> . Sugerem que a definição convencional da empresa voltado para o acionista é descritivamente inexacta e eticamente inaceitável (Buono, 2003). A forma como as relações com os <i>stakeholders</i> são gerenciadas é uma manifestação da cultura da empresa. Examinam três formas distintas de aprendizado relativas às relações entre as empresas e os <i>stakeholders</i> : aprendizagem adaptativa que envolve ajustes e modificações nas rotinas e práticas existentes; aprendizagem da renovação envolvendo comportamento evolutivo e proativo; e aprendizagem transformacional que abrange uma mudança organizacional substancial, incluindo a mudança cultural na empresa (Buono, 2003).
Phillips (2003)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Debate o conceito de legitimidade.</li> <li>-Legitimidade normativa e derivativa.</li> </ul>	Busca entender o conceito de legitimidade na teoria dos <i>stakeholders</i> e parte do argumento de que permanece impreciso dentro da literatura dos <i>stakeholders</i> , bem como inconsistente com outras literaturas importantes ao estudo das organizações. O conceito de legitimidade é ainda bastante impreciso e pouco debatido na literatura de <i>stakeholders</i> , além de comumente adaptado ao contexto e ao objetivo para o qual é utilizado (Barakat <i>et al.</i> , 2016). Phillips (2003) segmenta a legitimidade em normativa e derivativa, onde a preocupação normativa é moral a derivativa é principal nas atenções gerenciais.
Freeman, Harrison e Wicks (2007)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-<i>Managing for stakeholders (MfS)</i>.</li> <li>-Criação de valor para todos os <i>stakeholders</i>, para além da forma monetária.</li> </ul>	Usam o termo <i>MfS</i> para defender que a empresa deve alocar valor e dar voz na tomada de decisão para os <i>stakeholders</i> primários. Enfatiza a ética aplicada, pois procura iluminar as complexidades morais do papel dos gestores e proporcionar a estes uma estrutura e novo estado de espírito, para terem decisões morais nas organizações (MacDonald, 2009). Reconhecem que o negócio deve criar valor para todos os <i>stakeholders</i> e que nem sempre o valor assume a forma monetária, assumindo outras formas possíveis. O enfoque da gestão de <i>stakeholders</i> como é orientada aos gestores e gerentes das atividades do negócio limitam que o valor possa assumir um interesse público, para além do privado (MacDonald, 2009).
Bosse, Phillips e Harrison (2009)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-As empresas criam valor ao distribuí-lo (em várias formas).</li> <li>-Maximização da função utilidade do <i>stakeholder</i>.</li> </ul>	Destacam que os comportamentos dos maximizadores da utilidade são limitados por normas de justiça. Ao invés de ser apenas o próprio interessado, as pessoas se comportam em respostas as recompensas de ações que consideram justas, enquanto punem aquelas que consideram injustas. As proposições que derivam sugerem que as empresas, em última instância, criam valor ao distribuí-lo (em várias formas) aos atores que se comportam de forma justa. É provável que atos injustos sejam mais severamente punidos do que os justos sejam recompensados. Quando o comportamento justo é recompensado e o injusto é punido, a renda criada por uma empresa está diretamente associada com as percepções de justiça - que são influenciadas pelas considerações de preço e não de preço - entre os <i>stakeholders</i> . Uma empresa incorre em custos para ser considerada justa, mesmo assim a empresa pode criar valor compartilhando-o com os <i>stakeholders</i> . Em um mercado eficiente, as empresas criam renda (ou valor) procurando maximizar sua utilidade enquanto se conformam às normas e valores da sociedade.
	- Relação direta	As empresas que gerenciam os <i>stakeholders</i> desenvolvem relações de confiança,

Harrison, Bosse e Phillips (2010)	da gestão de <i>stakeholders</i> com confiança.  - Inclui a TS no desempenho da empresa e na competitividade.	as quais estão baseadas em princípios de justiça distribucional, processual e interacional. Sob uma perspectiva colaborativa, os atores vão buscar uma partilha justa do valor criado (Brito & Brito, 2012). Até por conta disso que aloca mais recursos para satisfazer as necessidades e demandas de seus <i>stakeholders</i> legítimos do que seria necessário para simplesmente manter sua participação voluntária nas atividades produtivas da empresa. Portanto, fornecem justificativa para a inclusão da teoria dos <i>stakeholders</i> na discussão da competitividade (ou vantagem competitiva) e do desempenho das empresas.
-----------------------------------	---	---

**Figura 10.** Autorias e contribuições ao campo do #Fator 1 (orientação para ganhos e desempenho)

Fonte: Elaborado pelo autor (2017)

Nota-se assim, que a orientação da gestão de *stakeholders* deve convergir para ganho de vantagem competitiva e desempenho da organização. A ideia de interação e relacionamento com os *stakeholders* tem o propósito da criação de valor explícito em termos de ganhos. Na sequência será demonstrado o #fator2, cujo foco está na orientação mais social de responsabilidade da empresa na TS.

#### 4.5.2 Apresentação do #Fator2: orientação social de responsabilidade da empresa

O *cluster* foi associado às questões de como a empresa, a partir de suas atividades de fazer o negócio, pode contribuir com a sociedade e seus *stakeholders* de maneira justa, ética e com o enfoque ao social como predomínio, ou seja, a teoria *good management* (Waddock & Graves, 1997). O elemento de responsabilidade social da TS permite misturar com questões sociais em gestão. As autorias deste *cluster* são apresentadas em ordem cronológica, evidenciando a contribuição e argumento, conforme Figura 11.

Autoria	Contribuição	Argumento
Carroll (1979)	-Modelo tridimensional da CSP. -Respons. para além da econômica. -Respons. social de natureza econômica, legal, ética e discricionária.	Apresenta modelo conceitual para a compreensão dos aspectos essencial da CSP ( <i>corporate social performance</i> ): as categorias da responsabilidade social, o envolvimento das questões sociais e a filosofia da capacidade de resposta social ( <i>social responsiveness</i> ). Fundamenta o argumento no fato da empresa tem responsabilidade além da econômica, onde categoriza a responsabilidade social em responsabilidades de natureza econômica (bons produtos e serviços com intuito de ter lucro), legal (atividades permitidas legalmente), ética (dentro da lei e na expectativa da sociedade) e discricionária (para além da expectativa da sociedade), que não são mutuamente excludentes e que compõe papel fundamental na evolução da importância do conceito nas empresas.
Wood (1991)	-Reformula o modelo CSP que se preocupa com a CSR. -Ideia de negócios sociedade em conjunto. -Princípios da responsabilidade social.	Revisita a definição de desempenho social corporativo e reformula o modelo CSP para construir um <i>framework</i> coerente e integrador para a pesquisa de negócios e sociedade. Para tanto apresenta os princípios de responsabilidade social dentro dos níveis institucional (legitimidade), organizacional (responsabilidade pública) e individual (discernimento gerencial). Destaca que os <i>stakeholders</i> avaliam a CSP de maneira diferente, dependendo não apenas de seus interesses, mas também de sua compreensão e aceitação dos princípios da responsabilidade social e sua relação com o desempenho da empresa. Ressalta que as posições ideológicas dos <i>stakeholders</i> também serão diferentes, assim como sua estrutura de valor. Expandiu e apresentou um modelo CSP que capta preocupações com a CSR.



Donaldson e Preston (1995)	-Aspectos descritivo, instrumental e normativo da TS.	Segmentamos três aspectos da TS: descritiva, instrumental e normativa. A orientação descritiva é usada para descrever e, às vezes, explicar características e comportamentos empresariais específicos. A orientação instrumental normalmente é usada para identificar as conexões (ou a falta delas) entre a gestão de <i>stakeholders</i> e a realização dos objetivos empresariais tradicionais. A visão normativa é usada para interpretar o objetivo da empresa, a qual inclui a identificação de diretrizes morais e/ou filosóficas para a operação e gestão das atividades empresariais. O aspecto normativo é atribuído como o núcleo das ações da organização e é por estas razões que a justificativa final da TS deve ser encontrada em sua base normativa. Apesar dessas três dimensões estarem relacionadas, em seu núcleo central diferem uma da outra.
Rowley (1997)	-Teoria das influências dos <i>stakeholders</i> . -Ideia de influência de múltiplos <i>stakeholders</i> .	Amplia o escopo da TS quando usa a análise de redes sociais e constrói a teoria das influências dos <i>stakeholders</i> (baseado numa matriz de densidade da rede dos <i>stakeholders</i> e centralidade da organização), o qual acomoda múltiplas demandas interdependentes dos <i>stakeholders</i> e prediz como as organizações respondem à influência de múltiplos <i>stakeholders</i> . Até então, a maioria dos pesquisadores concentraram nas relações diádicas entre os atores individuais e organização.
Waddock e Graves (1997)	-Ligações empíricas do desemp. social e financeiro da organização.	Ligações empíricas do desempenho social e financeiro da empresa. Desempenho social das empresas é positivamente associado ao desempenho financeiro, apoiando a teoria de que a disponibilidade de recursos e a CSP são positivamente relacionadas. A CSP também foi positivamente associada com o desempenho financeiro futuro, apoiando teoria da boa gestão e CSP relacionada positivamente.
Agle, Mitchell e Sonnenfeld (1999)	-Ideia de relações significativas entre os valores dos CEOs, modelo de saliência e desempenho social corporativo.	Com o intuito de investigar com quem os <i>chief executive officers</i> (CEOs) se importam, analisaram 80 grandes empresas dos EUA e encontraram algumas relações significativas entre os valores dos CEOs, modelo de saliência e desempenho social corporativo, mas não encontraram na relação saliência e desempenho financeiro. Líderes das organizações, especialmente os CEOs, imprimem valores próprios de suas empresas, que se tornam evidentes nos processos de decisão que levam à relevância dos <i>stakeholders</i> e desempenho social corporativo. Os achados são orientados à hipótese: aqueles que não usam o poder de uma maneira que a sociedade considera responsável vai tender a perdê-la e, portanto, torna-se importante a empresa não só atender aos seus interesses, mas também da sociedade que lhe dá a 'vida'.
Berman, Wicks, Kotha e Jones (1999)	-Modelo estratégico de gestão dos <i>stakeholder</i> .  -Modelo do compromisso intrínseco com <i>stakeholders</i> .	Orientam ao que realmente importa aos <i>stakeholders</i> . Existe um acordo conceitual de que os gerentes devem tratar proativamente dos interesses dos <i>stakeholders</i> , mas pouco tem sido feito para identificar quais os interesses dos <i>stakeholders</i> devem ser atendidos e o que os gerentes devem fazer para enfrentá-los. Dois modelos são discutidos: (i) o modelo estratégico de gestão dos <i>stakeholders</i> derivado da preocupação gerencial aos <i>stakeholders</i> para melhorar o desempenho financeiro da empresa ou valor estratégico; e (ii) o modelo do compromisso intrínseco com os <i>stakeholders</i> , a empresa é vista tendo compromisso normativo (moral) em tratar os <i>stakeholders</i> e usa para impulsionar a tomada de decisão estratégica ao desempenho financeiro. Embora o modelo do compromisso intrínseco não fosse significativo, os resultados sugerem que as relações com os <i>stakeholders</i> têm efeitos diretos e indiretos (moderação) sobre o desempenho financeiro das empresas.
Carroll (1999)	- Evolução da CSR. - Temas alternativos à discussão da CSR.	Traça a evolução da construção CSR pós 1950 (era moderna da CSR). As definições expandiram durante a década de 1960 e proliferaram durante a década de 1970, enquanto que na década de 1980, houve menos definições novas, porém mais pesquisas empíricas e nos anos 90, o conceito de CSR mudou significativamente para temas alternativos como a TS, a ética nos negócios, a CSP e a cidadania corporativa.
Margolis e Walsh (2003)	- Repensam as iniciativas sociais pelas atividades das empresas. - Razões	Avaliam como a teoria organizacional e os desdobramentos empíricos até agora responderam a tensão sobre o envolvimento das empresas nas questões sociais. A investigação empírica tem centrado em estabelecer uma ligação positiva entre o desempenho social das empresas (CSP) e o desempenho financeiro das empresas (CFP). A TS tem dado resposta teórica a associação positiva entre CSP e CFP. Há razões normativas para respeitar os <i>stakeholders</i> ,

	normativas para respeitar os <i>stakeholders</i> .	independentemente dos benefícios financeiros futuros. Embora, as iniciativas sociais corporativas são complicadas ainda mais por seus motivos mistos. A pressão pública para satisfazer cada conjunto de responsabilidades, aos acionistas e aos outros <i>stakeholders</i> , continua a crescer.
Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003)	-Associação positiva da CSP e CFP. -Reputação media a relação.	A partir do pressuposto que a literatura sobre CSP e CFP é fragmentada e construída sobre bases instáveis, suas generalizações ao campo são prejudicadas e, assim, realizaram uma metanálise numa população de 52 estudos quantitativos com dados primários da relação CSP-CFP. Os resultados mostram: associação positiva entre a CSP e a CFP, entre setores e contextos; a relação tende a ser bidirecional e simultânea; e a reputação parece ser um mediador importante da relação.
Godfrey (2005)	-Boas ações ganham notas. -Matriz para o gerenciamento da carteira de capital moral.	A partir da constatação que “boas ações ganham notas” defende três pontos: a filantropia corporativa pode gerar capital moral positivo entre comunidades e <i>stakeholders</i> ; o capital moral pode proporcionar aos acionistas uma proteção semelhante aos seguros para os ativos intangíveis baseados nas relações da empresa; e a proteção contribui para a riqueza dos acionistas. Apresenta uma matriz para gerenciar carteira de capital moral orientado para o tipo gerado do capital moral (positivo e negativo) e valor ético (p/ a sociedade ou comunidade específica).
Porter e Kramer (2006)	-Ligação da CSR e vantagem competitiva. -Orientações sociais para além do ato de caridade. -Bem-estar social como um jogo de soma zero.	Destacam que as empresas deveriam pensar as orientações sociais, muito além da ótica da restrição ou ato de caridade. Para tanto, propõem uma nova maneira de olhar a relação entre as atividades de fazer negócio e a sociedade, que não trata o sucesso empresarial e o bem-estar social como um jogo de soma zero. Embora, boa parte da atenção empresarial da CSR não foi inteiramente voluntária, mas <i>cosmetic</i> (ou perfumaria), descoordenadas e quase nunca em termos de impacto social. Nenhuma das correntes da CSR é suficiente em ajudar a empresa identificar, priorizar e abordar as questões sociais que mais importam ou as que podem gerar o maior impacto e, portanto, o poder das corporações em criar benefícios sociais é dissipado, assim como o potencial das empresas tomarem ações que apoiariam suas comunidades e seus objetivos de negócios.
Laplume, Sonpar e Litz (2008)	-Cinco temas principais de discussão da TS.	Identificam cinco temas na análise dos 179 artigos que versam sobre a TS: definição e saliência dos <i>stakeholders</i> ; ações e respostas dos <i>stakeholders</i> ; e das empresas; desempenho da empresa; e debates teóricos. A TS tem como paradigma aceito que empresa e sociedade deve conviver harmoniosamente.

**Figura 11.** Autorias e contribuições ao campo do #Fator 2 (orientação social de responsabilidade da empresa)

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

A literatura dos *stakeholders* já reconheceu que uma abordagem de justiça (ou justa) pode contribuir para o desempenho da empresa (Donaldson & Preston, 1995; Freeman, 1984; Jones, 1995; Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). A orientação corrobora com a TS em quatro pontos: responde à crítica que a TS não tem justificativa filosófica normativa; permite discernimento para decidir quais grupos são e quais não são *stakeholders*; sugere um novo conceito de interações de negócios entre os *stakeholders*; e sugere um meio, coerente com o princípio de *fairness*, para julgar as reivindicações dos *stakeholders* (Phillips, 1997).

#### 4.6 CONCLUSÕES DO ESTUDO III

O estudo objetivou compreender a estrutura intelectual que conecta os autores que pesquisam e discutem em cenário internacional a criação de valor no contexto da TS.

Enquadrou-se como pesquisa bibliométrica nos artigos publicados no cenário internacional e indexados na *WoS*. A amostra final foi composta de 45 artigos, que geraram 2.058 referências e, para tanto, utilizou-se de técnicas quantitativas, mais especificamente, escalonamento multidimensional e análise fatorial exploratória.

A discussão da criação de valor no contexto da TS se apresenta dividida em quatro *clusters*: dois principais e dois auxiliares. Os principais são: orientação a ganhos, vantagem competitiva e desempenho (#Fator1) e orientação mais social de responsabilidade da empresa (#Fator2). O #Fator2 é orientado por relações justas entre empresa e *stakeholders*, enquanto que o #Fator1 tem o poder de negociação entre empresa e *stakeholders* como interesse principal, onde a relação é orientada em favor da empresa. Os dois *clusters* auxiliares, clássicos contemporâneos (#Fator3), composto por trabalhos que orientam novos caminhos da discussão do objetivo empresarial, bem como do conflito de agência da empresa. O outro fator auxiliar, denominado de clássicos da teoria dos *stakeholders* (#Fator4), foi composto pelos trabalhos de Freeman (1984, 1994, 2011), que juntos compõem a ideia percussora da teoria dos *stakeholders*, além de apontar direcionamentos futuros ao campo de pesquisa.

A contribuição teórica assenta na organização dos agrupamentos de pesquisas que tem proximidades no campo e elucida do quadro conceitual composto pelas autorias, alinhados com as abordagens específicas, como é o caso da orientação para ganhos, vantagem competitiva e desempenho (#Fator1) e mais social de responsabilidade da empresa (#Fator2). Ainda, possibilita atalho para compreensão das pesquisas realizadas e às futuras pesquisas do campo, no que tange ao manejo e procura de referências relevantes à temática, pois ao agrupar este estudo bibliométrico com a revisão sistemática (Cintra *et al.*, 2015) e o estado da arte (Cintra, Cassol, & Costa, 2017), apresentam-se como um aparato importante e consistente para a compreensão da discussão da criação de valor no contexto da TS.

Como indicações de futuras pesquisas podem ser mostrados os seguintes caminhos: melhorar o entendimento, características e fronteiras dessas correntes de discussão da criação de valor no contexto da TS; necessidade de evidências empíricas da TS como capaz de produzir criação de valor; compreender os aspectos cognitivos de como gerentes respondem às expectativas dos *stakeholders* no processo de criação e apropriação de valor; retorno à ênfase da TS sobre os benefícios estratégicos na gestão; necessidade de modelos mais refinados à TS e à criação de valor; entender como as empresas moldam suas decisões para a criação de valor aos *stakeholders*; estudar os papéis dos *stakeholders* em cada abordagem, pode melhorar o entendimento das abordagens e de como o poder de barganha e relações

justas influenciam o comportamento no campo. As indicações têm como objetivo direcionar os esforços das pesquisas sobre a compreensão da criação de valor na TS, destacando temas úteis, pouco explorados ou com importância ao campo. Parafrazeando Margolis e Walsh (2003), o objetivo aqui foi esboçar o processo de investigação, pois a ausência de respostas claras realça a importância da atenção dedicada [e necessária] a estas questões.

Este estudo apresenta limitações. Limitações que são inerentes ao método bibliométrico, pois ao recorrer às análises estatísticas e contagens de citações e cocitações, e mesmo incorporando análises qualitativas e de conteúdo, pelo menos nos principais autores, pode ocorrer o risco de alguma autoria ficar de fora, até por conta do corte arbitrário que precisa ser feito. O estudo bibliométrico fica restrito as fontes disponíveis e neste caso foram os dados da base da *WoS*. Também tem a limitação da interpretação dos dados, que é dependente do julgamento do autor, sendo que ele, por mais imparcial e literato no assunto, tem limitações humanas, sendo racionalmente limitado acerca de suas interpretações, como já destacaram Serra, Tomei e Serra (2014) em estudo bibliométrico sobre a tomada de decisão.

## 5 ESTUDO IV. CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*: MÉTRICAS PARA A CLASSIFICAÇÃO DA EMPRESA

Este estudo consiste na proposta teórica de métricas para a classificação da empresa quanto à gestão de *stakeholders*. O presente estudo avança na discussão teórica da relação entre *stakeholders* e empresa na orientação da criação de valor. Busca ainda, apresentar a relação da gestão de *stakeholders* e desempenho empresarial orientado nas duas abordagens principais: orientação mais social (*fairness*) e orientação para ganhos (*arms-length*). O estudo enquadra-se como ensaio teórico. Como resultado tem-se a listagem de métricas, até então lançadas ao campo, algumas sem estabelecer padrão de mensuração, as quais são em maior ou menor grau orientadas a uma abordagem de gestão de *stakeholders*. Também tem o entendimento da relação dessas métricas com o desempenho das empresas.

### 5.1 INTRODUÇÃO

O tema *stakeholders* é embasado pela Teoria dos *Stakeholders* (TS) de Freeman (1984) e tem uma discussão importante na gestão e na estratégia (Cintra, Amâncio-Vieira, Suzuki, & Costa, 2014; Mainardes, Alves, & Raposo, 2011; Ribeiro, 2016). A gestão estratégica diz respeito à direção que os gestores de uma organização decidem seguir, o que envolve uma grande variedade de decisões (Sarturi, 2016) e a adoção de posturas estratégicas frente ao aumento da competição tem sido um dos grandes desafios das empresas na atualidade (Mineta, Nakamura, & Bastos, 2009). A manutenção de relacionamentos sustentáveis por parte do negócio com seus *stakeholders* consistem em uma das questões estratégicas das empresas (Macêdo, Gadelha, & Cândido, 2014).

Neste panorama, é notório às estratégias organizacionais compreender o que é valor ao público-alvo (Ikeda & Veludo-de-Oliveira, 2005), aos funcionários (Sarturi, Boaventura, & Prestes Neto, 2017) ou a extensão de *stakeholders* (Cintra, Cassol, & Costa, 2017). O valor é conceito central na pesquisa de gestão estratégica e, recentemente, tem sido utilizada para discutir questões atreladas aos *stakeholders* (Garcia-Castro & Aguilera, 2015), teoria dos *stakeholders* (Cintra, Costa, Vieira, & Ribeiro, 2015; Cintra, Cassol, & Costa, 2017), à estratégia e a ética empresarial (Sarturi, Seravalli, & Boaventura, 2015). Para Brito e Bernardi (2010) o estudo da formação de estratégias na interação com *stakeholders* parece o mais

promissor, dentre outras abordagens. “A preocupação com as abordagens de gestão levando em conta os *stakeholders* e as consequências na criação de valor” (Silva, 2011:3) tem ganhado espaço e adeptos no campo científico.

Os *stakeholders* por muito tempo foi caracterizado pelo grau de contribuição no desempenho organizacional (Campos, 2006). Pesquisas recentes destacam que os *stakeholders* podem afetar e também podem ser afetados pela empresa (Fassin, 2012) de maneiras distintas, sejam pelos interesses e demandas (Schröder & Bandeira-de-Mello, 2011) ou por motivos heterogêneos (Bridoux & Stoelhorst, 2014), os quais contribuem à geração de lucro, desempenho e perpetuidade da organização.

Brandão, Diógenes e Abreu (2017) destacam a existência de uma relação de múltipla dependência entre as empresas e os *stakeholders* no processo de captação de recursos e de fornecimento de bens e serviços. Os gestores precisam gerenciar seus *stakeholders* para além dos próprios interesses dos *stakeholders* (Laplume, Sonpar, & Litz, 2008). Importante salientar que a organização pode estabelecer estratégias para cada grupo de *stakeholders* (Frooman, 1999) e desta forma, ao mensurar, devem conter essa restrição de tratamento.

Pesquisas anteriores destacaram que a distribuição de valor para os *stakeholders* incluem uma combinação de resultados tangíveis e intangíveis (Sarturi, Seravalli, & Boaventura, 2015). Mesmo assim, esses resultados ainda são prematuros e pouco explorado na literatura (Sarturi, Boaventura, & Prestes Neto, 2017) e, portanto, o entendimento da relação entre distribuição de valor, criação de valor e desempenho organizacional é oportuno. Nesse contexto, a adoção de uma gestão de *stakeholders* e o desempenho financeiro ainda é uma questão que necessita aprofundamento (Sarturi & Mascena, 2017). Complementar, como a indicação das abordagens é nova e contra intuitiva dentro da TS, precisa de validação empírica (Sarturi, Barakat, Mascena, & Fischmann, 2017).

Busca-se aqui com a identificação das métricas superar a ideia de que os relacionamentos são moldados pelos interesses e valores dos gerentes, mas sim dos relacionamentos entre gerentes e *stakeholders* serem moldados pelos valores e metas da organização (Schiavoni, Moraes, de Castro, Santos, 2013). Nesse intuito, o estudo busca discutir as métricas sob o argumento teórico da criação de valor no contexto da TS. Para tanto, organiza um *rol* de métricas, que em pesquisas futuras podem ser mais bem exploradas e relacionadas com as atividades empresariais.

Parte da ideia inicial de Sarturi *et al.* (2017) e amplia ao propor formas de identificar e mensurar as abordagens de *fairness* e *arms-length*. Por conta disso, “o processo de criação de valor, sob a perspectiva dos *stakeholders*, sugere um enfoque que se distancie da abordagem econômica (neoclássica, sobretudo) enfatizada na abordagem da firma” (Silva, 2011:3), atendendo ao chamado para além dos valores econômicos de Laplume, Sonpar e Litz (2008).

O trabalho parte do pressuposto que o comportamento da gestão para com os *stakeholders* pode influenciar no desempenho organizacional (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Assim, entender os fatores que influenciam podem abrir caminhos para uma gestão mais adequada da empresa e orientada aos motivos heterogêneos dos *stakeholders*. Além disso, a forma na qual está pulverizada e não organizada na literatura põem em risco a relação da gestão de *stakeholders* e desempenho organizacional, pelo menos por parte da clareza teórica e empírica da relação.

Mais do que priorizar um *stakeholders* em detrimento de outro (Phillips, 2003), este estudo busca ampliar a ação da organização, com um foco amplo nos diversos *stakeholders* e com a gestão de *stakeholders* orientada para a estratégia organizacional e o perfil de *stakeholders* que compõe a vossa rede. Além disso, o estudo contempla a lacuna empírica sugerida por Sarturi *et al.* (2017:26), que “dada a premissa de que as duas abordagens podem gerar um bom desempenho organizacional, sugere-se investigar quantitativamente a associação entre as abordagens adotadas e indicadores de desempenho organizacional”. Na sequência será revisado a gestão de *stakeholders* e desempenho organizacional com vistas a subsidiar o argumento teórico das métricas.

## 5.2 GESTÃO DE *STAKEHOLDERS* E DESEMPENHO ORGANIZACIONAL

A gestão de *stakeholders* orienta atenção simultânea para os interesses legítimos dos *stakeholders* (Donaldson & Preston, 1995). Para isso, é importante entender quais são seus interesses e motivações e de que maneira afetam o negócio (Maignan & Ferrell, 2004). Freeman (1984) destaca que uma gestão de *stakeholders* ocorre quando sabe quem são seus *stakeholders* e considera seus interesses nos processos organizacionais e desenvolve habilidades de negociação para equilibrar os interesses dos *stakeholders* com intuito de alcançar os objetivos organizacionais.

Por conta disso que a TS tem ganhado destaque como uma importante perspectiva à discussão sobre estratégia de empresas e criação de vantagem competitiva (Sarturi *et al.*, 2017). A sobrevivência da empresa depende de sua capacidade de criar e distribuir valor suficiente para atender às diferentes expectativas de seus *stakeholders* e assegurar que eles continuem fazendo negócios com a empresa (Clarkson, 1995; Coff, 1999; Sarturi, Seravalli, & Boaventura, 2015).

As pesquisas nessa área destacam que existe conexão da capacidade da relação com os *stakeholders* de levar a uma vantagem competitiva para a empresa (Brito & Bernardi, 2010) e, assim, maior desempenho organizacional (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010; Tantaló & Priem, 2016). Notam-se evidências da importância e da influência dos *stakeholders* de uma organização para a sua sobrevivência (Schiavoni *et al.*, 2013). Os *stakeholders* possuem relacionamentos distintos com o negócio e suas percepções em relação à atuação de uma empresa precisam ser consideradas (Macêdo & Cândido, 2011).

A gestão de *stakeholders* estabelece que os *stakeholders* que são bem tratados tendem a retribuir com atitudes e comportamentos positivos (Harrison, Freeman, & Abreu, 2015), o que torna a gestão dos *stakeholders* um mecanismo de alcançar desempenho organizacional superior. “Motivadas por uma intensa competitividade no mercado, as empresas passaram a considerar seu relacionamento com seus *stakeholders* no sentido de potencializar essas relações para obter vantagem competitiva” (Brandão, Diógenes, & Abreu, 2017:163).

As empresas que atendem aos interesses dos *stakeholders* conseguirá alocar mais valor para a organização em longo prazo (Harrison & Wicks, 2013) e, portanto, terá desempenho superior. Existe uma necessidade de que os agentes externos (outros *stakeholders*) possam dispor de relações mais estreitas e amigáveis, para que seja feita uma correta gestão de *stakeholders* (Macêdo & Cândido, 2011). Na medida em que a organização entende *stakeholder* como qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou é afetado pelo alcance dos objetivos da organização, aumenta a necessidade de processos e técnicas para intensificar a capacidade de gestão estratégica da organização (Freeman, 1984).

Neste sentido, acredita-se que os gerentes que se relacionam com seus *stakeholders* em um regime de confiança mútua e cooperação certamente alcançarão vantagem competitiva e desempenho superior (Brandão, Diógenes, & Abreu, 2017; Jones, 1995). Logo, a empresa deixa de ser a unidade de análise, enquanto que as interações organizacionais passam a ser geradoras de valor e competitividade (Brito & Bernardi, 2010). Na sequência serão apresentadas as métricas para identificação da gestão de *stakeholders*.



### 5.3 ABORDAGENS DE GESTÃO DE *STAKEHOLDERS*: AS MÉTRICAS

Em regra, a gestão de *stakeholders* é feita pela organização, ou pelo menos, orientada da organização para com seus *stakeholders*. As organizações executam as estratégias no intuito de atrair, reter e motivar os *stakeholders* no relacionamento de curto e/ou longo prazo (Bridoux & Stoelhorst, 2014). Boa parte da literatura dos *stakeholders* enfocou a identificação e categorização, para que assim pudessem tratá-los de forma diferenciada e estratégica. Resgatando esses esforços pode elencar os seguintes resultados: relacionamento direto, indireto ou propriedade do negócio (Hourneaux Jr., Siqueira, Telles, & Corrêa, 2014), primários e secundários (Clarkson, 1995), latentes, expectantes e definitivos (Mitchell, Agle, & Wood, 1997).

Ter uma gestão orientada a um foco apenas pode comprometer os resultados da organização perante a gestão de *stakeholders*, haja vista que a organização é defendida como uma coalização de grupos de *stakeholders* mutantes (ou interesses heterogêneos), que visam atingir suas próprias metas no contexto do ambiente mais amplo (Schiaivoni *et al.*, 2013).

Posto isto, as métricas vão além de identificar os *stakeholders* e caminham no sentido de que a organização tenha uma abordagem estratégica aos *stakeholders*, compreendendo ele individualmente e dentro do coletivo. Tal destaque já foi chamado em parte por Sarturi, Seravalli e Boaventura (2015), ao apresentarem um quadro dos tipos de recursos, encontrados na revisão de literatura do que é valor, destacam que os tipos de recursos podem ser utilizados como roteiro para pesquisas empíricas futuras. Evidências empíricas iniciais destacam que o valor tangível está associado ao desempenho de curto prazo, enquanto o valor intangível tem efeitos no desempenho de longo prazo (Sarturi, Boaventura, & Prestes Neto, 2017).

Desse modo, “a abordagem que leva em conta os *stakeholders* entende que a criação de valor decorre da forma como os múltiplos interesses dos diversos grupos são atendidos” (Silva, 2011:2). Assim, a correta gestão de *stakeholders* faz parte da estratégia de negócio para o sucesso empresarial (Macêdo, Gadelha, & Cândido, 2014). Em outras palavras, “o papel dos *stakeholder* ganha contornos de essencialidade no sucesso dos negócios” (Silva, 2011:4). Por fim, a sinergia da criação de valor por meio dos *stakeholders* amplia a ideia de uma única ação estratégia e ainda, a evidencia das métricas contempla o argumento de que o resultado é obtido porque existem várias fontes potenciais de criação de valor para cada *stakeholder* (Tantalo & Priem, 2016). Na sequência tem-se a Figura 12, a qual evidencia a síntese das métricas identificadas no estudo teórico.

<b>Métrica</b>	<b>Argumento Teórico</b>	<b>Stakeholder</b>	<b>Orientação mais Social (Fairness)</b>	<b>Orientação para ganhos (Arms-Length)</b>	<b>Autorias</b>
Respeito	-Respeito à integridade física e moral de funcionários, clientes e outros <i>stakeholders</i> . -Razões normativas para respeitar os <i>stakeholders</i> , independentemente dos benefícios financeiros futuros.	Cliente Funcionário Fornecedor Comunidade	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Donaldson e Preston (1995), Freeman <i>et al.</i> (2010), Harrison e Wicks (2013), Macêdo e Cândido (2011), Margolis e Walsh (2003), Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015).
Taxa de Reclamação / Pesquisa de Satisfação	-Adequação dos produtos/serviços ao Código de Defesa do Consumidor. -Baixo índice de reclamações ( <i>fairness</i> ) e alto índice de reclamações ( <i>arms-length</i> ).	Cliente	Quanto menor a indicação (baixo índice de reclamação).	Quanto maior a indicação (alto índice de reclamação).	Bridoux e Stoelhorst (2014), Macêdo e Cândido (2011), Sarturi, Barakat e Mascena (2016).
Demissões Involuntárias	-Não contribui para um ambiente estável para se trabalhar. -Gera insegurança nos funcionários pela instabilidade no emprego.	Funcionário	Quanto menor a indicação (boa posição como “melhores empresas para se trabalhar”).	Quanto maior a indicação (relações “pobres” com os funcionários).	Bridoux e Stoelhorst (2014).
Relacionamento com os Sindicatos de Empregados	-Cumprimento integral das leis do trabalho e obrigações contratuais.	Funcionário	Quanto mais forte (relações de parceria com os sindicatos de seus empregados).	Quanto menor a indicação (hostilidade para com os sindicatos).	Bridoux e Stoelhorst (2014).
Equidade e Igualdade	-Igualdade de condições salariais, independente do sexo.	Funcionário	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Deutsch (1975), Bridoux e Stoelhorst (2014), Macêdo e Cândido (2011).
Reputação	-Ativo intangível estratégico, capaz de gerar renda e vantagem competitiva, que pode ser traduzido em uma melhora significativa (inclusive financeira) da <i>performance</i> da empresa. -Conhecido por ter relações justas com os <i>stakeholders (fairness)</i> , enquanto que no <i>arms-length</i> é regularmente alvo de ataques de analistas da indústria e grupos de <i>stakeholders</i> . -Reputação é um indicador de uma propensão ou não ao oportunismo. -A reputação parece ser um mediador importante da relação (associação positiva entre a CSP e a	Cliente Funcionário Comunidade	Quanto maior a indicação (boa reputação).	Quanto menor a indicação (má reputação).	Bridoux e Stoelhorst (2014), Jones (1995), Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003) e Silva (2011).

	CFP).				
Confiança	-Atributo necessário para a continuidade do relacionamento / transação. -Boas ações ganham notas. -Relacionamento com os <i>stakeholders</i> devem ser baseados em confiança. -As empresas que gerenciam os <i>stakeholders</i> desenvolvem relações de confiança.	Cliente Funcionário Comunidade	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Brandão, Diógenes e Abreu (2017), Godfrey (2005), Harrison, Bosse e Phillips (2010) e Jones (1995).
Participação nas Tomadas de Decisões	-A empresa deve envolver os <i>stakeholders</i> no processo decisório. -A empresa deve alocar valor e dar voz na tomada de decisão para os <i>stakeholders</i> primários.	Funcionário Comunidade	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Freeman, Harrison e Wicks (2007) e Sarturi (2015).
Justiça Organizacional	-A justiça percebida, por sua vez, é vista como um vetor da imagem da empresa para com seus <i>stakeholders</i> ; -Ações de cunho mais amplo aos <i>stakeholders</i> contribui para a percepção da justiça e relações mais frequentes; -As pessoas se comportam reciprocamente, recompensando os outros, cujas ações consideram justas e voluntariamente incorrem em custos para punir aqueles que julgam injusto; -Quando o comportamento justo é recompensado e o injusto é punido, a renda criada por uma empresa está diretamente associada com as percepções de justiça - que são influenciadas pelas considerações de preço e não de preço - entre os <i>stakeholders</i> .	Cliente Funcionário Fornecedor Comunidade	Quanto maior a indicação (conhecido por ter relações justas com <i>stakeholders</i> ).	Quanto menor a indicação (regularmente sob ataque de analistas do setor e grupos de <i>stakeholders</i> ).	Bridoux e Stoelhorst (2014), Bosse, Phillips & Harrison (2009), Sarturi (2015) e Sarturi <i>et al.</i> (2017).
Remuneração	-Aumenta a produtividade do funcionário e a predisposição em ficar na empresa. -O valor recebido é considerado para decidir se vão permanecerem uma empresa e com que grau de empenho deve desenvolver suas atividades.	Funcionário	Quanto maior.	Quanto menor.	Bosse, Phillips e Harrison (2010), Brandão, Diógenes e Abreu (2017), Brown e Forster (2013), Clarke (1998), Sarturi (2015) e Tantaló e Priem (2016).
Participação nos Lucros e Resultados	-A PLR da empresa torna-se mais um atrativo no engajamento e criação de valor. -A concessão de benefícios pode influenciar o comportamento do funcionário, por reduzir os riscos relacionados ao trabalho e aumentar sua percepção de justiça.	Funcionário	Quanto menor.	Quanto maior.	Deutsch e Valente (2013), Brandão, Diógenes e Abreu (2017) e Sarturi (2015).

Contrato	-Os contratos formais tendem a ser mais detalhados, quando não existe relações de confiança ou necessita barrar o oportunismo; -Os contratos são formais e detalhadamente especificados quanto a requisitos, deveres e obrigações e padrões de desempenho ( <i>arms-length</i> ); -Uso de contratos com poucos detalhes para a abordagem <i>fairness</i> ; -O oportunismo é um problema nas relações entre a empresa e o agente e, portanto, a adoção voluntária de padrões de comportamento que o limitem ou eliminem o oportunismo torna-se importante.	Fornecedor	Quanto menos rígido (cláusulas contratuais poucos definidas).	Quanto mais rígido (cláusulas contratuais bem definidas).	Bridoux e Stoelhorst (2014), Jones (1995), Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015) e Sarturi <i>et al.</i> (2017).
Preocupação com Resultados Intangíveis	-Relações de longo prazo e focado em resultados intangíveis, em geral mais demorados.	Funcionário	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Harrison, Bosse e Phillips (2010), Macêdo, Gadelha e Cândido (2014), Sarturi (2015, 2016) e Tantaló e Priem (2016).
Absenteísmo	-Criam condições de bem-estar e promovem a retenção dos recursos humanos.	Funcionário	Quanto menor a indicação.	Quanto maior a indicação.	Brandão, Diógenes e Abreu (2017).
<i>Turnover</i> (Rotatividade)	-Altas taxas de rotatividade, tanto voluntárias quanto involuntárias, sugerem uma pior relação da empresa com seus funcionários; -Reduz a produtividade do funcionário pela perda de capital humano e aumento os custos associados à demissão, contratação e treinamento.	Funcionário	Quanto menor a indicação.	Quanto maior a indicação.	Brandão, Diógenes e Abreu (2017), Sarturi, Barakat e Mascena (2016), Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015).
Demissão Voluntária	-Indicam a insatisfação do funcionário com as condições de trabalho e/ou a oferta de emprego que oferece melhores condições de trabalho; -O valor recebido é considerado para decidir se vão permanecer ou não em uma empresa e com que grau de empenho devem desenvolver suas atividades no ambiente de trabalho.	Funcionário	Quanto menor a indicação.	Quanto maior a indicação.	Brandão, Diógenes e Abreu (2017), Tantaló e Priem (2016).
Terceirização	-A terceirização de serviços geralmente está associada à racionalização de custos com mão de obra e condições de trabalho mais precárias; - Causam desconforto pela disparidade dos salários e benefícios entre funcionários próprios e terceirizados, além de reduzir a responsabilidade da empresa para com os terceiros, sujeitando-os a relações precárias de trabalho.	Funcionário	Quanto menor a indicação.	Quanto maior a indicação.	Brandão, Diógenes e Abreu (2017).

Mulheres na Empresa (Gênero)	-Está associada a questões de oportunidade e diversidade; -Igualdade na ocupação de cargos de chefia a pessoas de qualquer raça ou sexo; -A maior representatividade de mulheres nos principais cargos corporativos sugere que a empresa busca reduzir a discriminação de gênero.	Funcionário	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Brandão, Diógenes e Abreu (2017), Macêdo e Cândido (2011).
Ambiente de Colaboração e Compartilhamento de Informações	-Empresas individuais no mercado não obtiveram vantagem em nenhuma dimensão de desempenho, quando comparadas com as outras duas formas de atuação (rede e franquias). -Forma de atuação no mercado pode favorecer seu desempenho e consequentemente aumentar suas chances de sobrevivência. -Relacionamento com os <i>stakeholders</i> devem ser baseados em cooperação mútua. -Sob uma perspectiva colaborativa, os atores vão buscar uma partilha justa do valor criado.	Funcionário Fornecedor	Quanto maior a indicação do uso da colaboração para resolução de problemas.	Quanto menor a indicação, ou seja, resolução de problemas por meio do confronto.	Brandão, Diógenes e Abreu (2017), Bridoux e Stoelhorst (2014), Brito e Brito (2012), Jones (1995), Unglaub (2016) e Wegner <i>et al.</i> (2016).
Informação	-A troca de informação indica atenção com os <i>stakeholders</i> ; -Troca aberta de informações relevantes ( <i>fairness</i> ), enquanto que existe assimetria de informação em favor da empresa ( <i>arms-length</i> ); -A ausência de informações confiáveis e a presença de oportunismo prejudicam o funcionamento dos mercados.	Funcionário Cliente Fornecedor Comunidade	Quanto maior a troca aberta e honesta de informações relevante.	Quanto menor a indicação, ou seja, uso de sigilo e assimetria de informações em favor da empresa.	Bridoux e Stoelhorst (2014), Jones (1995), Sarturi <i>et al.</i> (2017) e Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015),
Transparência	-Troca aberta e honesta de informações relevantes ( <i>fairness</i> ), enquanto que tem sigilo de informação em favor da empresa ( <i>arms-length</i> ).	Funcionário Cliente Fornecedor Comunidade	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015), Bridoux e Stoelhorst (2014).
Ambiente de Trabalho Agradável / Bem-Estar	-Boa posição em <i>rankings</i> como “melhores empresas para se trabalhar” ( <i>fairness</i> ), enquanto que tem relações “pobres” com os funcionários ( <i>arms-length</i> ).	Funcionário	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Brown e Forster (2013), Garcia-Castro, Arino e Canela (2011) e Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015).
Relacionamento Duradouro	-As empresas que buscam ser percebidas como justas podem criar relacionamentos com base na reciprocidade positiva; -As relações costumam se estender por longo períodos de tempo; - As fontes de riqueza organizacional emergem da interação com uma ampla gama de <i>stakeholders</i> e para garantir a criação de valor em longo prazo, é	Fornecedor Funcionário	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Bridoux e Stoelhorst (2014), Deutsch & Valente (2013), Harrison, Bosse e Phillips (2010), Post, Preston e Sachs (2002), Sarturi <i>et al.</i> (2017) e Sarturi,

	necessário que as empresas desenvolvam relacionamentos fortes e sustentáveis com diversos <i>stakeholders</i> .				Serravalli e Boaventura (2015).
Preocupação com Programas Sociais	-A empresa está preocupada com ações que envolvam a comunidade; -A empresa está comprometida com objetivos para além do econômico e com o entorno da empresa; -Torna-se importante a empresa não só atender aos seus interesses, mas também da sociedade que lhe dá a 'vida'; -“Boas ações ganham notas”; -As empresas deveriam pensar as orientações sociais, muito além da ótica da restrição ou ato de caridade.	Comunidade	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Agle, Mitchell e Sonnenfeld (1999), Godfrey (2005), Laplume, Sonpar e Litz (2008), Margolis e Walsh (2003), Porter e Kramer (2006) e Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015).
Contribuições de Infraestrutura	-A empresa está preocupada com ações que envolvam a comunidade; -A empresa está comprometida com objetivos para além do econômico e com o desenvolvimento do entorno da empresa; -“Boas ações ganham notas”; -As empresas deveriam pensar as orientações sociais, muito além da ótica da restrição ou ato de caridade.	Comunidade	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Godfrey (2005), Porter e Kramer (2006) e Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015).
Proteção às Tradições Culturais	-Manter as tradições locais é um importante alvo da empresa; -“Boas ações ganham notas”; -As empresas deveriam pensar as orientações sociais, muito além da ótica da restrição ou ato de caridade.	Comunidade	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Godfrey (2005), Porter e Kramer (2006) e Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015).
Serviço Comunitário	-Envolver a comunidade com serviços de cunho social está entre os objetivos de promoção da instituição; -A pressão pública para satisfazer cada conjunto de responsabilidades, aos acionistas e aos outros <i>stakeholders</i> , continua a crescer; -“Boas ações ganham notas”; -As empresas deveriam pensar as orientações sociais, muito além da ótica da restrição ou ato de caridade.	Comunidade	Quanto maior a indicação.	Quanto menor a indicação.	Godfrey (2005), Porter e Kramer (2006), Margolis e Walsh (2003) e Sarturi, Serravalli e Boaventura (2015).

**Figura 12.** Síntese das métricas propostas no estudo teórico

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

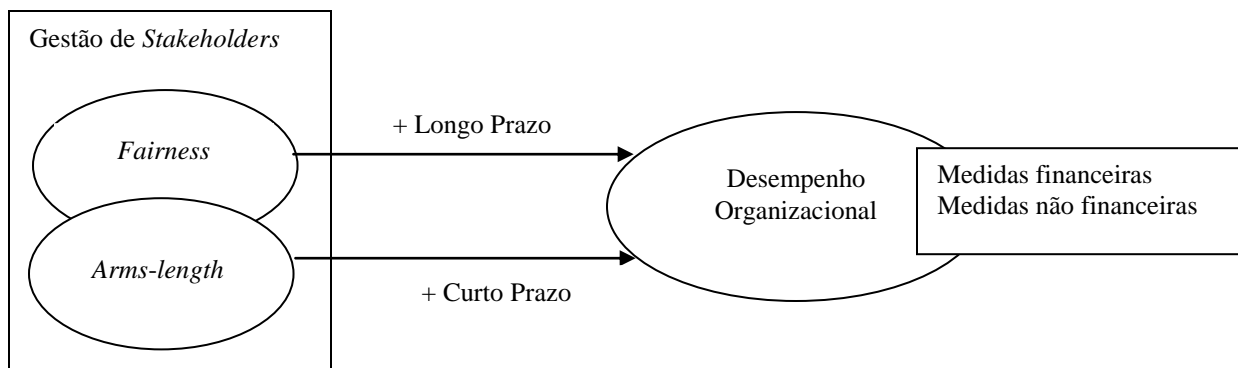
Vale ressaltar que, embora as abordagens sejam antagônicas, ambas podem levar a resultados organizacionais positivos (Sarturi *et al.*, 2017). Para entender o campo, a partir de evidências empíricas, as métricas orientadas para cada uma das abordagens (*fairness* ou *arms-length*) serão relacionadas com a variável dependente desempenho, em suas várias formas. Parte da premissa que o desempenho social e financeiro da empresa depende da gestão eficiente dos *stakeholders* que possuem ligação direta com a empresa (Sarturi *et al.*, 2017).

Tal orientação caminha no sentido de corroborar “a preferência por desenhos de pesquisa que pressupõem relações multilíneas diretas e horizontais, em que o desempenho funciona como variável dependente” (Matitz & Bulgacov, 2011:581). O contexto teórico assume que tanto os *stakeholders* como as ferramentas de gestão afetam o desempenho organizacional (Nascimento, Hoffmann & Farias, 2014). Também, o horizonte temporal da relação tem influência na abordagem de criação de valor (Bridoux & Stoelhorst, 2014). Dessa forma, o ensaio destaca as seguintes proposições:

P1. A gestão de *stakeholders* influencia positivamente o desempenho organizacional de curto e longo prazo.

P2. A abordagem *fairness* está associada positivamente com desempenho organizacional de longo prazo (acima de três anos).

P3. A abordagem *arms-length* está associada positivamente com desempenho organizacional de curto prazo (até três anos)



**Figura 13.** Esquema teórico da influência das métricas no desempenho organizacional

Fonte: Elaborado pelo Autor (2017).

#### 5.4 CONCLUSÕES DO ESTUDO IV

Portanto, torna-se relevante a discussão das métricas no contexto da gestão de *stakeholders* para a criação de valor, bem como do atendimento de seus interesses e orientação estratégica da organização. O conhecimento dessa formação e influência dos interesses podem auxiliar os gestores das empresas a refletir sobre a estratégia mais adequada para o perfil de cada *stakeholder* da empresa.

É importante destacar que ampliar o *rol* das métricas e/ou desenvolver escalas para algumas podem contribuir na melhor identificação das abordagens de gestão de *stakeholders* no contexto estratégico e de criação de valor. A aplicação das métricas para identificar a abordagem da gestão de *stakeholders*, a partir das identificadas neste estudo, podem se dar em setores distintos e podem ressaltar as variáveis contexto, setor, tamanho da empresa e outros como variáveis de controle ou ainda o que determina as características das orientações estratégicas.



## **6 ESTUDO V. CRIAÇÃO DE VALOR NO CONTEXTO DA TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*: EVIDÊNCIAS NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Este estudo consiste na evidência empírica da proposta teórica de métricas para a classificação da empresa quanto à gestão de *stakeholders*. O presente estudo avança na discussão empírica da relação entre *stakeholders* e empresa na orientação da criação de valor. Busca, a partir das métricas, evidenciar empiricamente a relação da gestão de *stakeholders* e desempenho empresarial orientado nas duas abordagens: orientação mais social e orientação para ganhos. O enquadramento metodológico do estudo foi quali-quantitativo. Como resultado tem-se a evidência empírica das métricas, as quais são em maior ou menor grau orientadas a uma abordagem de gestão de *stakeholders* e que influenciam na criação de valor da organização para com os *stakeholders*. Também tem a validação estatística de que a gestão de *stakeholders* influencia em desempenho superior nas empresas.

### **6.1 INTRODUÇÃO**

Pesquisadores de gestão estratégica buscam explicar e predizer o sucesso organizacional (Rumelt, Schendel, & Teece, 1991). Durante o desenvolvimento inicial do campo, o conceito de *stakeholders* teve um papel importante nessa discussão (Sarturi, 2016) e, recentemente, a teoria dos *stakeholders* ressurgiu no debate envolvendo estratégia e vantagem competitiva (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). A atenção aos *stakeholders* é questão estratégica à empresa (Crilly & Sloan, 2012). A tarefa dos executivos é administrar e moldar as relações entre os grupos de forma a criar valor para todos *stakeholders* e não apenas aos acionistas (Hall, Millo, & Barman, 2015).

Nos últimos anos, o valor é apontado como questão central da TS (Freeman, Harrison, Wicks, Pamar, & Colle, 2010). Pesquisas demonstram que a atenção dos pesquisadores tem se voltado para a discussão teórica do valor no contexto da TS (Cintra *et al.*, 2015; Cintra, Cassol, & Costa, 2017; Cintra *et al.*, 2017). Outras vertentes têm enfatizado questões relacionadas ao valor criado e distribuído aos *stakeholders* (Sarturi, 2016).

Pesquisas sugerem a necessidade de ampliar o escopo de análises empíricas da relação entre o tratamento dos *stakeholders* e desempenho da empresa (Faleye & Trahan, 2011; Bosse & Coughlan, 2016), principalmente com o foco conceitual da criação de valor (Garriga, 2014; Mitchell *et al.*, 2015), nas dinâmicas de criação de valor (Garcia-Castro & Aguilera, 2015) e nas fontes potenciais de criação de valor (Tantalo & Priem, 2016). Logo, a adoção de uma gestão de *stakeholders* e o desempenho é uma questão que necessita aprofundamento (Sarturi & Mascena, 2017).

Estudos sobre valor têm apresentados avanços teóricos importantes e pontos de consenso (Sarturi, 2016). Embora a literatura apresente significativos avanços (Garcia-Castro & Aguilera, 2015), notam-se que ainda existem desafios em pesquisas futuras (Cintra *et al.*, 2015; Cintra, Cassol, & Costa, 2017). Abordagens quantitativas são necessárias para ampliar os resultados, além da necessidade de ampliar os resultados empíricos dos achados iniciais ao campo.

Dos desafios que se alinham a este estudo podem citar: necessidade de evidências empíricas da TS como capaz de produzir criação de valor organizacional (Cintra *et al.*, 2017); como os gerentes adotam a abordagem de *stakeholders* e como sua utilização afeta as relações futuras (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010); como um conjunto de métricas orientadas a uma abordagem de gestão de *stakeholders* podem influenciar o desempenho organizacional (Cintra *et al.*, 2017); retorno à ênfase da TS sobre os benefícios estratégicos na gestão (Cintra *et al.*, 2017); análise mais detalhadas com base nos relatórios anuais das empresas em conjunto com as informações da demonstração do valor adicionado e demonstrações financeiras (Dumitru *et al.*, 2015); como o poder de barganha e relações justas influenciam comportamento e desempenho organizacional (Cintra *et al.*, 2017); não se sabe como o atendimento da função utilidade dos *stakeholders* e o desempenho da empresa se comportam empiricamente (Sarturi, 2016) e entender como as empresas moldam suas decisões à criação de valor aos *stakeholders* (Cintra *et al.*, 2017).

Em função desses pontos, o problema de pesquisa consiste em investigar: Qual a relação da adoção de uma abordagem de gestão de *stakeholders* e o desempenho organizacional? Qual o impacto da gestão de *stakeholders* no desempenho da empresa? Para operacionalizar a presente pesquisa, utilizou um conjunto de métricas que segmentam a abordagem de gestão de *stakeholders* em duas: a empresa orientada para o poder de barganha e a orientação mais social de responsabilidade da empresa (Cintra *et al.*, 2017), contemplando assim suas ações para com os

*stakeholders* clientes, funcionários, fornecedores e comunidade local. Além disso, comparou empresas que gerem *stakeholders* e as que não gerem em relação aos indicadores de desempenho organizacional, atendendo a indicação de pesquisa futura de Harrison e Bosse (2013).

Portanto, a pesquisa objetiva analisar empiricamente a relação da adoção de uma abordagem de gestão de *stakeholders* e o desempenho organizacional, bem como avaliar o impacto da gestão de *stakeholders* no desempenho. Busca-se com a pesquisa, demonstrar evidências empíricas de métricas até então discutidas no campo, mas sem relação com algum setor da economia ou um conjunto de empresas. Na sequência será evidenciado os procedimentos metodológicos adotados no presente estudo.

## 6.2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Partindo da premissa que “as medidas financeiras refletem apenas uma parte do desempenho, que tem limitações, especialmente, relacionadas ao fator ‘tempo’” (Vasconcelos, Yoshitake, & Nascimento, 2005:5) e que “os eventos não-financeiros muitas vezes são os que determinam alterações no *status* financeiro” (Vasconcelos, Yoshitake, & Nascimento, 2005:5), a pesquisa utiliza-se como referência os aspectos das abordagens qualitativas e quantitativas.

### 6.2.1 Fase Qualitativa

O estudo se delimitou na investigação de empresas de capital aberto listadas na BM&F Bovespa. Atualmente estão listadas 362 empresas de diversos setores na classe ações ordinárias<sup>3</sup>. Inicialmente foi verificada a possibilidade de investigar apenas empresas com atividade hoteleira. Considerando que apenas duas empresas que estão listadas na BM&F Bovespa integravam (Hotéis Othon e Sauípe), optou por ampliar a ideia inicial, de maneira intencional, às empresas que sua atividade tangencia o turismo. Ao realizar leitura dos nomes das empresas concomitante com o setor econômico, subsetor e segmento informado no site da BM&F Bovespa elencou um rol de 28 empresas na classe de ações ordinárias que teriam sua atividade ligada ao turismo e que atenderiam as características de proximidade, conforme estão discriminadas na Figura 14.

---

<sup>3</sup> Ações com direito a voto nas assembleias.

Setor	Subsetor	Segmento	Empresas Listadas
Bens Industriais	Material de Transporte	Material Aeronáutico e de Defesa	Embraer
	Transporte	Transporte Aéreo	Gol
		Transporte Rodoviário	JSL; e Tegma
		Exploração de Rodovias	CCR; Concessionária Rio-Teresopolis; Ecorodovias Concessões e Serviços; Invepar; e Triunfo Participações e Investimentos
Consumo não Cíclico	Bebidas	Cervejas e Refrigerantes	Ambev
Consumo Cíclico	Mídia	Produção e Difusão de Filmes e Programas	Cinesystem
		Jornais, Livros e Revistas	Cia Melhoramentos de São Paulo (Melhor SP)
	Hotéis e Restaurantes	Hotelaria	Hoteis Othon; e Sauípe
		Restaurantes e Similares	International Meal Company Alimentação (IMC)
	Viagens e Lazer	Bicicletas	Bic Monark
		Brinquedos e Jogos	Estrela; e Tectoy
		Produção de Eventos e Shows	SPTuris; e Time For Fun
		Viagens e Turismo	CVC Brasil
	Diversos	Aluguel de Carros	Localiza; Locamerica; e Movida
		Programa de Fidelização	Multiplus; e Smiles
		Comércio	Produtos Diversos

**Figura 14.** Empresas que possuem atividades que tangenciam o turismo

Fonte: BM&F Bovespa (Nova Bolsa)

Após identificadas as empresas, se iniciou um processo de verificação de quais empresas possuíam relatório de sustentabilidade estruturado. Do total das empresas (28), 12 tinham relatórios de sustentabilidade ou disponibilizam seus relatórios nos moldes proposto pela GRI (*Global Reporting Initiative*), enquanto 16 empresas não tinham. A GRI é uma organização *multistakeholder* que propõe um padrão mundial para a produção de relatórios. Ao utilizar tais diretrizes, as organizações têm a possibilidade de avaliar suas operações e práticas (e por que não comparar também), por meio de critérios aceitos internacionalmente. O questionário é formado por sete dimensões: geral; natureza do produto; governanças corporativas; econômico-financeira; social; ambiental; e mudanças climáticas (Sousa & Zucco, 2016).

As 12 empresas, em algum momento, compuseram o ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial), que reflete as ações de empresas com os melhores desempenhos relacionados à sustentabilidade empresarial, das quais estão indexadas na BM&F Bovespa. O índice foi criado para se tornar marca de referência no que diz respeito a investimento socialmente responsável e, portanto, como as evidências deste estudo permeia tanto os resultados financeiros, quanto as

ações para com os *stakeholders* da organização (cliente, funcionário, fornecedor e comunidade) na identificação da criação de valor, tornou-se indispensável leitura.

A base disponível ao estudo qualitativo foi composta por 12 empresas que possuíam o relatório de sustentabilidade ou que utilizam o GRI como padrão (Embraer, Gol, JSL, CCR, Ecorodovias, Invepar, Triunfo Part. e Inv., Ambev, Localiza, Multiplus, Smiles e Dufry). Para tanto se buscou fazer o *download* dos relatórios de sustentabilidade das 12 empresas, que totalizaram 70 relatórios. Esses relatórios trazem uma consulta anual aos principais *stakeholders* da empresa para a construção da matriz de materialidade, sendo indicados os temas de interesse e preocupação futura dos *stakeholders* (acionistas, empregados, fornecedores, clientes e comunidade). Após a construção da matriz são apresentadas as ações, os programas e os resultados da empresa aos quesitos identificados pelos *stakeholders*, os quais serviram de base à identificação dos atributos para cada *stakeholder* (cliente, funcionário, fornecedor e comunidade).

Por fim, procedeu a leitura de 38 relatórios de sustentabilidade de 7 empresas (Embraer, Gol, JSL, CCR, Localiza, Multiplus e Smiles) para compor a análise qualitativa da tese orientada aos atributos dos *stakeholders* (Figura 15). Como se trata de uma análise qualitativa, a quantidade de empresas não importa, mas sim a profundidade. A quantidade lida (3.285 páginas distribuídos nos anos de 2005 até 2016) possibilitou reconhecimento dos atributos e o reflexo no desempenho.

<b>Stakeholder-Atributo</b>	<b>Variação</b>
CLI01. Respeito e confiança	0. Não tem preocupação ou não apresentou ação voltada para o respeito e confiança 1. Tem ação ou preocupação com respeito e confiança 2. Tem ação ou preocupação com respeito e confiança para além dos negócios
CLI02. Índice de satisfação	Índice da pesquisa realizada pela empresa ou terceirizada ou outro órgão que execute a pesquisa (Exemplo: Datafolha, Reclame Aqui e outros).
CLI03. Reputação	0. Não tem ação ou preocupação com a reputação 1. Tem ação ou preocupação com a reputação 2. Tem ação ou preocupação com a reputação para além dos negócios
CLI04. Justiça organizacional	0. Não apresentou ação ou preocupação com a justiça organizacional 1. Apresentou ação ou preocupação com a justiça organizacional 2. Apresentou ação ou preocupação com a justiça organizacional para além dos negócios
CLI05. Transparência e informação	0. Não apresentou ação ou preocupação com a transparência e informação 1. Apresentou ação ou preocupação com a transparência e informação 2. Apresentou ação ou preocupação com a transparência e informação para além dos negócios
FUN01. Respeito	0. Não apresentou ação ou preocupação com o respeito 1. Apresentou ação ou preocupação com o respeito 2. Apresentou ação ou preocupação com o respeito para além dos negócios
FUN02. Demissões (in)voluntárias	$\sum$ das demissões realizadas pela empresa e a pedido do funcionário / total de funcionários daquele ano.
FUN03.	0. Não possui indicação de relação com os sindicatos.

Relacionamento com os sindicatos	1. Possui indicação de relação com os sindicatos. 2. Realiza ação conjunta com os sindicatos.
FUN04. Equidade e igualdade	0. Não apresentou ação ou pratica ação de aumento da equidade e igualdade. 1. Pratica ação ou apresentou preocupação / ação de aumento da equidade e igualdade de maneira parcial. 2. Pratica ação ou apresentou preocupação de forma integral com o aumento da equidade e igualdade.
FUN05. Reputação	0. Não apresentou ou não tem nenhuma ação de melhoria da reputação. 1. Tem uma ou mais ações ou demonstrou preocupação com a melhoria da reputação. 2. Tem ações de melhoria da reputação e ainda monitora os resultados.
FUN06. Participação no processo decisório	0. Não envolvem os funcionários no processo decisório. 1. Envolvem os funcionários somente do alto escalão. 2. Envolvem os funcionários de toda estrutura organizacional (médio e baixo escalão).
FUN07. Justiça organizacional	0. Não demonstrou ação ou preocupação com a justiça organizacional. 1. Demonstrou ação ou preocupação com a justiça organizacional. 2. Demonstrou ação ou preocupação com a justiça organizacional e monitora os resultados.
FUN08. Remuneração e benefícios	0. Orienta-se apenas pela remuneração simples. 1. Remuneração e benefícios conjuntamente. 2. Remuneração, benefícios e previdência complementar para todos funcionários.
FUN09. Participação nos lucros (PLR)	0. Não tem PLR. 1. Tem PLR, mas não divulga o percentual. 2. Tem PLR e divulga o percentual distribuído.
FUN10. Resultados (in)tangíveis	0. Maior orientação para resultados tangíveis. 1. Foco tangível, mas com menção ou preocupação com os resultados intangíveis. 2. Maior orientação para resultados intangíveis
FUN11. Absenteísmo	Taxa de absenteísmo indicado pela organização.
FUN12. Turnover / rotatividade	$(\sum \text{das admissões e demissões}) / 2 / \text{total de funcionários}$ .
FUN13. Terceirização e temporário	$\sum \text{dos terceirizados e temporários} / \text{total de funcionários}$ .
FUN14. Mulheres	$\sum \text{das funcionárias mulheres} / \text{total de funcionários}$ .
FUN15. Ambiente de colaboração e compartilhamento de informação	0. Não tem nenhuma ação ou preocupação de incentivo ao ambiente colaborativo e compartilhamento de informação. 1. Tem uma ou mais ações ou preocupação em incentivar ambiente de colaboração e compartilhamento de informação.
FUN16. Transparência e informação	0. Não tem ação ou preocupação específica com a transparência e informação. 1. Cumpre o básico da informação e transparência. 2. Tem ação ou preocupação com a transparência e informação para além do básico.
FUN17. Ambiente de trabalho	0. Não possui ação vinculada a solução de dúvidas e melhoria no ambiente de trabalho. 1. Possui algum programa ou monitoramento da qualidade do ambiente de trabalho.
FUN18. Relacionamento duradouro	0. Não possui indicação de ação ou preocupação com o relacionamento a longo prazo. 1. Possui indicação de ação ou preocupação com o relacionamento a longo prazo.
FUN19. Remuneração	$\sum \text{do valor distribuído aos funcionários} / \text{total de funcionários}$ .
FOR01. Respeito e confiança	0. Não apresentou ação ou preocupação com respeito e confiança. 1. Apresenta a preocupação ou ação alinhada aos negócios. 2. Apresenta a preocupação ou ação para além dos negócios.
FOR02. Justiça organizacional	0. Não apresenta a preocupação ou ação de justiça organizacional 1. Apresenta a preocupação ou ação alinhada aos negócios. 2. Apresenta a preocupação ou ação para além dos negócios.
FOR03. Contratos	0. Criterioso com verificação <i>in loco</i> 1. Criterioso

	2. Pouco criterioso
FOR04. Ambiente de colaboração e compartilhamento de informação	0. Não possui ação e nem menciona a preocupação com ambiente de colaboração e compartilhamento de informação. 1. Menciona a preocupação, mas não apresenta programa ou ação específica. 2. Apresenta programa ou ação específica.
FOR05. Transparência e informação	0. Não tem ação específica ou preocupação com a transparência e informação. 1. Cumpre o básico da informação e transparência alinhada ao negócio. 2. Proporciona transparência e informação para além do básico, ou seja, para além do negócio.
FOR06. Relacionamento duradouro	0. Não apresenta ação ou preocupação com o relacionamento a longo prazo. 1. Apresenta a preocupação ou ação com o relacionamento a longo prazo. 2. Apresenta a preocupação ou ação e monitora o tempo do relacionamento.
COM01. Respeito e confiança	0. Não apresentou preocupação ou ação com o respeito e confiança. 1. Apresentou preocupação ou ação com o respeito e confiança. 2. Apresentou preocupação com o respeito e confiança para além das atividades da empresa.
COM02. Reputação	0. Não tem nenhuma ação ou preocupação voltada para a reputação. 1. Tem uma ou mais ações voltadas para a reputação alinhada aos negócios. 2. Tem ações voltadas para a reputação para além dos negócios.
COM03. Participação no processo decisório	0. Não envolve a comunidade local no processo decisório. 1. Envolve a comunidade local no processo decisório.
COM04. Justiça organizacional	0. Não apresenta a preocupação ou ação com a justiça organizacional. 1. Apresenta a preocupação ou ação alinhada aos negócios. 2. Apresenta a preocupação ou ação para além dos negócios.
COM05. Transparência e informação	0. Não tem ação ou preocupação específica com a transparência e informação. 1. Cumpre o básico da informação e transparência alinhada ao negócio. 2. Tem ação ou preocupação com a transparência e informação para além do básico, ou seja, para além dos negócios.
COM06. Programas sociais	0. Não tem ações responsáveis com a comunidade. 1. Tem ações com programas sociais que envolvam a comunidade.
COM07. Contribuições de infraestrutura	0. Não possui ação ou contribuições de infraestrutura para a comunidade local. 1. Possui ação ou contribuições de infraestrutura para a comunidade local.
COM08. Proteção às tradições culturais ou religiosas	0. Não possui ação que incentive a proteção às tradições culturais ou religiosas. 1. Possui ação ou programa que incentive a proteção às tradições culturais ou religiosas. 2. Possui ação ou programa que incentive a proteção às tradições culturais ou religiosas e monitora os resultados.
COM09. Serviço comunitário	0. Não possui atividade para além das atividades afins da empresa. 1. Possui atividade para além das atividades afins da empresa.

**Figura 15.** *Stakeholders*, atributo e variação para análise

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Vale ressaltar, que reconhece a existência de escala ou de métodos que mensurariam alguns dos atributos identificados na Figura 15, mas o estudo se pauta na identificação das ações ou programas para correlacionar com as evidências de criação de valor no relacionamento com os diversos *stakeholders* (cliente, funcionário, fornecedor e comunidade local). Assim, após análise do conteúdo dos relatórios de sustentabilidade e a identificação das ações ou programas, a empresa que tiver uma orientação para ganhos e competitividade vai ter um somatório até 4,8 pontos para o *stakeholder* cliente, até 14 para o *stakeholder* funcionário, até 6 para o *stakeholder* fornecedor e até 4 para o *stakeholder* comunidade local. Enquanto que para uma orientação mais

social de responsabilidade da empresa terá um somatório entre 4,81 a 9 para o *stakeholder* cliente, entre 15 a 28 para o *stakeholder* funcionário, entre 7 a 12 para o *stakeholder* fornecedor e entre 5 a 14 para o *stakeholder* comunidade local.

### 6.2.2 Fase Quantitativa

Para compor o estudo quantitativo, buscou por ampliar a amostra para todas empresas dos setores listados na Figura 14 (bens industriais, consumo não cíclico e consumo cíclico), sob a justificativa de que o setor pode influenciar no comportamento das empresas. Ao resgatar as variáveis de controle em estudos empíricos que investigaram desempenho, as mais usadas são setor e tamanho da empresa (Boaventura, Silva, & Bandeira-de-Mello, 2012). A amostra final foi ampliada para 152, sendo: 51 empresas do setor de bens industriais; 81 empresas do setor de consumo cíclico; e 20 empresas do setor de consumo não cíclico. Definida as empresas, procedeu a identificação de quais detinham a matriz de materialidade, bem como quais anos foram realizadas. Numa análise inicial foi comparado o grupo que possuía (49 empresas) e não possuía (103 empresas) a matriz de materialidade. Na sequência a mesma comparação foi realizada para os três setores (bens industriais, consumo cíclico e consumo não cíclico) de forma isolada.

Para efetuar a comparação entre os grupos (com ou sem a matriz de materialidade e setores) utilizou os valores disponíveis de 2001 até 2016: da receita líquida; do ROA (retorno sobre o ativo); do EBITDA<sup>4</sup>; e do endividamento líquido. A justificativa da utilização desses e não outros está no argumento de que: (a) a receita líquida é um indicador importante para iniciar a análise gerencial do resultado da empresa, bem como o reflexo no lucro e desempenho (Sousa, Albuquerque, Rêgo, & Rodrigues, 2011); (b) o ROA mede o potencial de geração de lucro da empresa (Matarazzo, 2007) e, em geral, é usado em pesquisas empíricas para medir desempenho (Boaventura, Silva, & Bandeira-de-Mello, 2012; Sarturi, 2016); (c) entre os indicadores contábeis utilizados para mensurar eficácia do desempenho organizacional destaca-se o EBITDA. O EBITDA mostra a geração de recursos considerando somente as atividades operacionais, pois elimina os efeitos das despesas não desembolsáveis como depreciação, amortização e exaustão; além de evidenciar a capacidade de investimentos, de pagamentos aos credores e de distribuição

---

<sup>4</sup> Lucro Líquido do Exercício Tributos sobre o Lucro + Despesas Financeiras Líquidas das Receitas Financeiras + Depreciações, Amortizações e Exaustões.



de dividendos aos acionistas (Ritta, Jacomossi, Fabris, & Klann, 2017). O EBITDA mostra o quanto os ativos operacionais conseguem produzir de retorno em unidades monetárias (Rita *et al.*, 2017); e (d) o endividamento pode afetar o lucro e assim restringir o comportamento dos gestores (Barnett & Salomon, 2012), bem como “o estudo sobre o endividamento contribui para uma gestão mais efetiva da organização, tendo como direcionamento a redução do risco financeiro e continuidade das operações” (Drigo & Mendes Neto, 2017:142) e são categorias relevantes para se analisar a empresa no longo prazo (Souza, Brighenti, & Hein, 2016). A literatura indica diversas técnicas para avaliar o desempenho da organização (Souza, Brighenti, & Hein, 2016). Como o estudo trata-se de evidências iniciais, futuramente podem relacionar outros indicadores.

As informações receita líquida, ROA, EBITDA e endividamento líquido foram coletadas do sistema Economatica®. O sistema oferece informações sobre todas as empresas listadas em bolsa dos Estados Unidos, Brasil, Argentina, Chile, México, Perú, Colômbia e Venezuela. A base de dados constitui-se de histórico de vários anos de: demonstrativos financeiros; cotações diárias das ações; proventos (dividendos, *splits*, etc); e nome e participação dos principais acionistas.

Para confecção da base de dados utilizou-se dos seguintes parâmetros: (a)  $t0$  como o ano de entrada no GRI e assim o primeiro ano de elaboração da matriz de materialidade; (b)  $t\_antes$  composto por  $t-1$  (1 ano antes da entrada para quem possui a matriz ou o ano mais recente para quem não possui a matriz),  $t-2$  (2 anos antes da entrada para quem possui a matriz ou o segundo ano mais recente para quem não possui a matriz),  $t-3$  (3 anos antes da entrada para quem possui a matriz ou o terceiro ano mais recente para quem não possui a matriz) e assim por diante até  $t-16$ ; (c)  $t\_depois$  composto por  $t1$  (1º ano depois da entrada para quem possui a matriz),  $t2$  (2º ano depois da entrada para quem possui a matriz) e assim por diante até  $t15$ . Para as empresas que não tinham a matriz, utilizou-se da média de todo o período para compor o  $t\_depois$ , com intuito de proceder a comparação dos desempenhos. Também se comparou os períodos ( $t$ ) de forma isolada.

Ao todo a base ficou composta por 152 empresas com 1.886 observações de receita líquida, 1.908 do ROA, 1.781 do EBITDA e 1.915 do endividamento líquido. Do total das empresas, 49 já haviam realizado a matriz de materialidade por um ou mais anos. Ao explorar a base, identificou que a quantidade de  $n$  a partir de  $t6$  ficaria reduzida (18 empresas com a matriz)

e, portanto, optou pelo recorte temporal de  $t-5$  (129 empresas sem a matriz e informações) até  $t5$  (22 empresas com a matriz e informações), ou seja, compôs 11 períodos para a análise.

Para verificar se os dois grupos (com e sem a matriz) possuíam diferenças significantes em relação aos indicadores pesquisados, utilizou-se do teste de Mann-Whitney U. O valor de U (estatística utilizada na prova) é obtido pelo número de vezes que um escore no grupo com  $n2$  casos precede um escore no grupo com  $n1$  casos no grupo ordenado crescentemente. O teste do Mann-Whitney U é uma alternativa não paramétrica ao teste  $t$ -Student, a partir deste, é possível comparar as funções de distribuição de uma variável em duas amostras, sendo indicado onde há variâncias heterogêneas e amostra reduzida (Field, 2013; Marôco, 2011). Ao contrário do teste  $t$ , que testa a igualdade das médias, o teste de Mann-Whitney U testa a igualdade das medianas. Assim, os valores de U calculados pelo teste avaliam o grau de entrelaçamento dos dados dos dois grupos após a ordenação. A maior separação dos dados em conjunto indica que as amostras são distintas, rejeitando-se a hipótese de igualdade das medianas. Nota-se também que aquele *outlier* perde sua influência nessa abordagem, sendo apenas o maior valor da amostra. Portanto, quanto mais baixo for o valor de U, maior será a evidência de que as populações são diferentes.

### 6.3 EVIDÊNCIAS QUALITATIVAS DA CRIAÇÃO DE VALOR AOS *STAKEHOLDERS*

A média de idade de criação das empresas foi de 31 anos, sendo a JSL (Júlio Simões Logística) com 61 anos e o Multiplus com 8 anos. Em média as empresas estão há 12 anos de operação no regime de capital aberto na BM&F Bovespa, sendo a mais antiga a Embraer e a mais nova a JSL e o Smiles. As empresas que integram o ISE há mais tempo são a Embraer e a CCR, enquanto que a Localiza e Smiles são as novatas (1 relatório). Para demonstrar as evidências, optou por segmentar a apresentação dentro de cada grupo de *stakeholder*, detalhado na sequência.

#### 6.3.1 Evidências qualitativas da criação de valor para o *stakeholder* cliente

No que se refere ao tratamento e relacionamento com o *stakeholder* cliente a Embraer foi a que mais teve destaque na identificação dos itens, pontuando em todos os 5 atributos (ver Figura 16). Mesmo assim atingiu 5,83 (65%) do total possível que são 9 pontos. O atributo que

teve maior destaque para com os clientes da Embraer foi à transparência e informação, haja vista que tem integrado a lista das melhores companhias do Troféu Transparência desde 1999, além de monitorar as respostas dos indicadores GRI (90% de taxa de respostas) e recebeu 5,6 na avaliação de Multinacionais de Mercados Emergentes na transparência em relatórios corporativos. Outro ponto é preocupação dos *stakeholders* e da estratégia do negócio na discussão da materialidade.

Atributos - Variáveis	EMBRAER	GOL	JSL	CCR	LOCALIZA	MULTIPLUS	SMILES
CLI01 - Respeito e Confiança	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
CLI02 - Índice de Satisfação	0,83	0,78	0,81	0,80	0,80	*	*
CLI03 - Reputação	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
CLI04 - Justiça Organizacional	1,00	1,00	0,83	0,63	1,00	1,00	1,00
CLI05 - Transparência e Informação	2,00	1,00	0,67	0,33	1,00	0,50	1,00
<b>Total dos Atributos Clientes</b>	<b>5,83</b>	<b>4,78</b>	<b>4,31</b>	<b>3,75</b>	<b>4,80</b>	<b>3,50</b>	<b>4,00</b>
<b>% Alcançado</b>	<b>65%</b>	<b>53%</b>	<b>48%</b>	<b>42%</b>	<b>53%</b>	<b>39%</b>	<b>44%</b>

**Figura 16.** Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do *stakeholder* cliente

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

As empresas ficaram classificadas da seguinte forma, após o somatório das médias dos *scores* nos respectivos atributos: Embraer como a líder no tratamento e saber lidar com o *stakeholder* cliente com 5,83 pontos dos 9 possíveis, seguida da Localiza com 4,80 e Gol com 4,78, consideradas neste estudo como grupo referência no tratamento e relacionamento com os clientes (empresas com orientação mais responsáveis). O grupo intermediário ficou composto por JSL com 4,31 e Smiles com 4, enquanto que CCR e Multiplus ficaram no grupo de empresas que necessitam ampliar as ações e/ou preocupações com o *stakeholder* cliente, pois tiveram, respectivamente, *scores* de 3,75 e 3,50 pontos (são empresas com orientação para ganhos). Os atributos índice de satisfação do cliente e transparência e informação ao cliente foram os que mais impactaram na avaliação das empresas, o que demonstra uma relação direta no modo de praticar e incluir o *stakeholder* cliente na gestão da organização.

### 6.3.2 Evidências qualitativas da criação de valor para o *stakeholder* funcionário

Quanto ao tratamento e relacionamento com o *stakeholder* funcionário a Embraer foi a que, novamente, teve destaque entre as 7 empresas na identificação dos itens, pontuando em todos os 18 atributos (ver Figura 17). A Embraer atingiu 20,90 (75%) do total possível que são 28 pontos. Os atributos que tiveram maior destaque para com os funcionários da Embraer foram às ações e preocupações com a equidade e igualdade, remuneração e benefícios (por conta da

previdência privada complementar), participação nos lucros com indicação do percentual distribuído e transparência e informação para com seus funcionários.

Importante ressaltar aqui que nem todos os *stakeholders* são igualmente importantes para a empresa na formação da estratégia (Li, Puumalainen, & Toppinen, 2014). Os funcionários são, talvez, a parte mais relevante dos *stakeholders*, uma vez que são os únicos que devem executar as estratégias da empresa para a criação de valor (Faleye & Trahan, 2011). Os *stakeholders* que fornecem mais ao processo de criação de valor devem desfrutar de maiores benefícios em relação aos que fornecem menos (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Tais constatações justificam, em parte, a grande quantidade de atributos nesse grupo de *stakeholder*.

Atributos - Variáveis	EMBRAER	GOL	JSL	CCR	LOCALIZA	MULTIPLUS	SMILES
FUN01 - Respeito	1,00	1,00	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00
FUN02 - Demissões (In)Voluntárias	0,95	0,84	0,55	0,81	*	0,82	0,69
FUN03 - Relacionamento com os Sindicatos dos Empregados	1,00	0,67	0,50	0,08	0,00	0,25	0,00
FUN04 - Equidade e Igualdade	2,00	0,50	1,00	0,67	2,00	1,25	1,00
FUN05 - Reputação	1,00	1,00	0,17	1,00	1,00	1,00	1,00
FUN06 - Participação no Processo de Decisório	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FUN07 - Justiça Organizacional	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
FUN08 - Remuneração e Benefícios	2,00	1,00	1,00	1,69	0,00	2,00	1,00
FUN09 - Participação nos Lucros (PLR)	2,00	2,00	1,00	1,25	0,00	0,75	0,00
FUN10 - Resultados (In)Tangíveis	1,00	0,33	0,33	0,58	1,00	0,50	0,00
FUN11 - Absenteísmo	0,95	0,98	0,52	0,96	*	*	*
FUN12 - Turnover / Rotatividade	0,93	0,86	0,54	0,77	0,80	0,79	0,54
FUN13 - Terceirização / Temporário	0,93	0,99	0,97	0,96	0,98	1,00	0,94
FUN14 - Mulheres Cargos de Gestão ou na Empresa	0,15	0,45	0,13	0,38	0,36	0,53	0,44
FUN15 - Ambiente de Colaboração e Compartilhamento de Informação	1,00	1,00	0,50	0,25	0,00	0,50	1,00
FUN16 - Transparência e Informação	2,00	1,00	1,17	0,67	1,00	0,75	1,00
FUN17 - Ambiente de Trabalho	1,00	1,00	1,00	0,67	1,00	0,75	0,00
FUN18 - Relacionamento Duradouro	1,00	0,00	0,00	0,25	1,00	0,25	0,00
FUN19 - Remuneração Média (por ano)	113.135,71	81.267,92	41.635,44	46.928,60	56.486,86	242.075,58	409.661,76
<b>Total dos Atributos Funcionários</b>	<b>20,90</b>	<b>14,61</b>	<b>10,88</b>	<b>12,99</b>	<b>11,14</b>	<b>13,14</b>	<b>9,62</b>
<b>% Alcançado</b>	<b>75%</b>	<b>52%</b>	<b>39%</b>	<b>46%</b>	<b>40%</b>	<b>47%</b>	<b>34%</b>

**Figura 17.** Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do *stakeholder* funcionário

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

As empresas ficaram classificadas da seguinte forma, após o somatório das médias dos *scores* nos respectivos atributos: Embraer como a líder no tratamento e saber lidar com o *stakeholder* funcionário com 20,90 pontos dos 28 possíveis, referência neste estudo no tratamento e relacionamento com o *stakeholder* funcionário (orientação mais responsável). O grupo intermediário ficou composto pela Gol com 14,61, Multiplus com 13,14 e CCR com 12,99. Enquanto que Localiza, JSL e Smiles ficaram no grupo de empresas que necessitam ampliar as

ações e/ou preocupações com o *stakeholder* funcionário, pois tiveram, respectivamente, scores de 11,14, 10,88 e 9,62 pontos (orientação para ganhos). Vale destacar, que Smiles, Multiplus e Embraer são as empresas que, na média, melhor remuneraram os funcionários.

Os atributos demissões (in)voluntárias, relacionamento com os sindicatos dos empregados, participação no processo decisório, orientação para resultados intangíveis, absenteísmo (não controle e disponibilidade do indicador no relatório), *turnover* da organização, mulheres nos cargos de gestão ou na empresa, ambiente de colaboração e compartilhamento de informação e relacionamento duradouro com o funcionário foram os que mais impactaram na avaliação das empresas, o que demonstra uma relação direta no modo de praticar e incluir o *stakeholder* funcionário nas atividades da organização.

### 6.3.3 Evidências qualitativas da criação de valor para o *stakeholder* fornecedor

Quanto ao tratamento e relacionamento com o *stakeholder* fornecedor a Embraer foi a que, novamente, teve destaque entre as 7 empresas na identificação dos itens, pontuando em todos os 6 atributos (ver Figura 18). A Embraer atingiu 9,00 (75%) do total possível que são 12 pontos. Os atributos que tiveram maior destaque para com os fornecedores da Embraer foram às ações e preocupações com o respeito e confiança, a justiça organizacional e transparência e informação para com seus fornecedores.

Atributos - Variáveis	EMBRAER	GOL	JSL	CCR	LOCALIZA	MULTIPLUS	SMILES
FOR01 - Respeito e Confiança	2,00	1,00	1,00	0,92	1,00	1,00	1,00
FOR02 - Justiça Organizacional	2,00	1,00	0,83	0,58	1,00	1,00	1,00
FOR03 - Contratos	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00
FOR04 - Ambiente Colaborativo e Compartilhamento de Informação	1,00	0,00	0,00	0,08	0,00	1,00	1,00
FOR05 - Transparência e Informação	2,00	0,00	0,33	0,58	0,00	0,50	1,00
FOR06 - Relacionamento Duradouro	1,00	0,00	1,00	0,08	0,00	0,50	1,00
<b>Total dos Atributos Fornecedores</b>	<b>9,00</b>	<b>2,00</b>	<b>4,17</b>	<b>3,25</b>	<b>3,00</b>	<b>6,00</b>	<b>7,00</b>
<b>% Alcançado</b>	<b>75%</b>	<b>17%</b>	<b>35%</b>	<b>27%</b>	<b>25%</b>	<b>50%</b>	<b>58%</b>

**Figura 18.** Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do *stakeholder* fornecedor

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

As empresas ficaram classificadas da seguinte forma, após o somatório das médias dos *scores* nos respectivos atributos: Embraer como a líder no tratamento e saber lidar com o *stakeholder* fornecedor com 9 pontos dos 12 possíveis, considerada assim como referência neste

estudo no tratamento e relacionamento com o *stakeholder* fornecedor (orientação mais responsável). O grupo intermediário ficou composto pela Smiles com 7 e Multiplus com 6. Enquanto que JSL, Localiza, CCR e Gol ficaram no grupo de empresas que necessitam ampliar as ações e/ou preocupações com o *stakeholder* fornecedor, pois tiveram, respectivamente, scores de 4,17, 3, 3,25 e 2 pontos (orientação para ganhos). Vale destacar, que Multiplus e Smiles se destacaram no grupo, haja vista que o relacionamento com os fornecedores (ou parceiros como eles destacam em seus relatórios) são vitais para a continuidade dos programas e seus contratos são menos rígidos que a maioria das outras empresas.

Os atributos ambiente colaborativo e compartilhamento de informação, transparência e informação e relacionamento duradouro com os fornecedores foram os que mais impactaram na avaliação das empresas, o que demonstra uma relação direta no modo de praticar e incluir o *stakeholder* fornecedor nas atividades da organização, bem com a assimetria de informação não permitem ações mais próximas, de confiança e de ganho mútuo em longo prazo.

#### 6.3.4 Evidências qualitativas da criação de valor para o *stakeholder* comunidade local

Quanto ao tratamento e relacionamento com o *stakeholder* comunidade local a Embraer foi a que, novamente, teve destaque entre as 7 empresas na identificação dos itens, pontuando em 7 dos 9 atributos (ver Figura 19). A Embraer atingiu 8,00 (57%) do total possível que são 14 pontos. O atributo que teve maior destaque para com a comunidade local da Embraer foi à transparência e informação.

Atributos - Variáveis	EMBRAER	GOL	JSL	CCR	LOCALIZA	MULTIPLUS	SMILES
COM01 - Respeito e Confiança	1,00	1,00	1,00	0,83	1,00	1,00	0,00
COM02 - Reputação	1,00	1,00	1,00	0,92	1,00	1,00	1,00
COM03 - Participação no Processo Decisório	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
COM04 - Justiça Organizacional	1,00	1,00	0,67	0,42	1,00	1,00	0,00
COM05 - Transparência e Informação	2,00	0,00	0,67	0,42	1,00	0,50	0,00
COM06 - Programas Sociais	1,00	1,00	1,00	0,58	1,00	1,00	0,00
COM07 - Contribuições de Infraestrutura	1,00	0,17	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00
COM08 - Proteção às Tradições Culturais / Religiosas	0,00	0,00	0,50	1,00	0,00	0,50	0,00
COM09 - Serviço Comunitário	1,00	1,00	1,00	0,33	1,00	1,00	0,00
<b>Total dos Atributos Comunidade</b>	<b>8,00</b>	<b>5,17</b>	<b>5,83</b>	<b>4,50</b>	<b>7,00</b>	<b>6,00</b>	<b>1,00</b>
<b>% Alcançado</b>	<b>57%</b>	<b>37%</b>	<b>42%</b>	<b>32%</b>	<b>50%</b>	<b>43%</b>	<b>7%</b>

**Figura 19.** Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do *stakeholder* comunidade local

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

As empresas ficaram classificadas da seguinte forma, após o somatório das médias dos *scores* nos respectivos atributos: Embraer como a líder no tratamento e relacionamento com o *stakeholder* comunidade local com 8 pontos dos 14 possíveis, seguida da Localiza com 7, consideradas neste estudo como grupo referência no tratamento e relacionamento com a comunidade local (orientação mais responsáveis). O grupo intermediário ficou composto por Multiplus com 6, JSL com 5,83 e Gol com 5,17, enquanto que CCR e Smiles ficaram no grupo de empresas que necessitam ampliar as ações e/ou preocupações com o *stakeholder* comunidade local, pois tiveram, respectivamente, *scores* de 4,50 e 1 ponto (orientação para ganhos). Acredita-se neste estudo que, por o programa de fidelidade Smiles ser o mais novo, ainda não incorporou as ações que contribuem com a comunidade local em seus objetivos estratégicos. Um contraponto é o programa Multiplus figurar na segunda posição e no grupo intermediário das ações e/ou preocupações com a comunidade local.

Os atributos participação no processo decisório, justiça organizacional, transparência e informação, contribuições de infraestrutura e proteção às tradições culturais ou religiosas a comunidade local foram os que mais impactaram na avaliação das empresas, o que demonstra uma relação direta no modo de praticar as ações e programas voltados para a comunidade, bem como de incluir o *stakeholder* comunidade local na gestão da organização.

### 6.3.5 Evidências qualitativas da criação de valor aos *stakeholders* e desempenho organizacional

Ao acumular todos os atributos a Embraer despontou em relação aos demais empresas, atingindo um geral de 43,73 pontos de 63 possíveis, conforme pode-se notar na Figura 20.

Descrição	EMBRAER	GOL	JSL	CCR	LOCALIZA	MULTIPLUS	SMILES
<i>Stakeholder</i> Cliente	5,83	4,78	4,31	3,75	4,80	3,50	4,00
<i>Stakeholder</i> Funcionário	20,90	14,61	10,88	12,99	11,14	13,14	9,62
<i>Stakeholder</i> Fornecedor	9,00	2,00	4,17	3,25	3,00	6,00	7,00
<i>Stakeholder</i> Comunidade	8,00	1,00	0,83	0,63	1,00	1,00	1,00
Total dos Atributos	<b>43,73</b>	<b>22,38</b>	<b>20,19</b>	<b>20,62</b>	<b>19,94</b>	<b>23,64</b>	<b>21,62</b>
% Alcançado	<b>69%</b>	<b>36%</b>	<b>32%</b>	<b>33%</b>	<b>32%</b>	<b>38%</b>	<b>34%</b>
Receita Líquida	11.450.553,25	5.589.270,38	4.118.888,13	4.012.298,56	2.468.890,08	1.589.136,86	573.346,00
ROA	4,76	- 9,70	1,34	7,41	7,40	16,80	5,35
EBITDA	1.583.093,25	444.692,31	661.172,13	2.069.695,13	703.182,69	308.125,63	180.301,00
Endividamento Líquido	- 225.236,44	5.918.803,43	2.809.493,38	4.595.072,19	1.125.625,08	-1.025.188,13	-382.732,00

**Figura 20.** Scores da análise qualitativa dos atributos e variáveis do *stakeholder* com os indicadores de desempenho

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

Nota-se, ainda, que a Embraer tem a maior receita líquida e melhor EBITDA em relação ao grupo analisado. A Multiplus foi a empresa que teve o melhor ROA e menor endividamento (na verdade teve resultado favorável em relação ao endividamento). Pode destacar que mesmo não sendo a Embraer a melhor no ROA e endividamento, os resultados da empresa são positivos e indica disponibilidades em relação ao endividamento. Nesse mesmo sentido tem os resultados da Multiplus em relação a receita líquida e EBITDA. Assim, a partir da análise qualitativa pode-se inferir que as empresas com melhor relacionamento e tratamento dos *stakeholders* tem melhor desempenho organizacional e, assim, maior criação de valor para todos os *stakeholders*. Em outras palavras, os resultados sugerem que as relações com os *stakeholders* têm efeitos diretos e indiretos sobre o desempenho financeiro das empresas, em consonância com resultados iniciais de Berman *et al.* (1999). Excetuando a Embraer, pode notar uma semelhança nos resultados.

Tal resultado vai de encontro com as suposições teóricas do campo de que a gestão dos *stakeholders* legítimos desbloqueia e potencializa a criação de valor (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010), bem como está relacionada positivamente com o desempenho da empresa (Bridoux & Stoelhorst, 2014; Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). As implicações empíricas aqui são de que o investimento na gestão de *stakeholders* pode ser complementar à criação de valor aos acionistas e pode fornecer base à vantagem competitiva, pois podem ser criados recursos e capacidades importantes que diferenciam uma empresa dos concorrentes (Hillmann & Keim, 2001).

Pode-se ressaltar, também, que as fontes de riqueza organizacional emergem da interação com uma ampla gama de *stakeholders* e para garantir a criação de valor em longo prazo, é necessário que as empresas desenvolvam relacionamentos fortes e sustentáveis com diversos *stakeholders* (Post, Preston, & Sachs, 2002). Reconhecer que o negócio deve criar valor para todos os *stakeholders* e que nem sempre o valor assume a forma monetária, assumindo outras formas possíveis (Freeman, Harrison, & Wicks, 2007). Por isso, que existem razões normativas para respeitar os *stakeholders*, independentemente dos benefícios financeiros futuros (Margolis & Walsh, 2003), que boas ações ganham notas (Godfrey, 2005), que as orientações sociais para além do ato de caridade (Porter & Kramer, 2006) e que a TS tem como paradigma aceito que empresa e sociedade deve conviver harmoniosamente (Laplume, Sonpar, & Litz, 2008).



Com intuito de complementar os resultados da investigação qualitativa, fez-se uma comparação entre os grupos e setores com os indicadores de desempenho (receita líquida, ROA, EBITDA e endividamento líquido), entretanto o enfoque passa a ser quantitativo.

#### 6.4 COMPARAÇÃO DE DESEMPENHO ENTRE GRUPOS: ENFOQUE QUANTITATIVO

Para demonstrar as evidências quantitativas, optou por fazer dois tipos de comparações entre os grupos. A primeira comparação utilizou-se das informações para construir três períodos  $t_{antes}$  (média do  $t-1$  até  $t-16$ ),  $t_0$  (ano de entrada no GRI) e  $t_{após}$  (média do  $t1$  até  $t15$ ). Na segunda comparação utilizou-se do recorte de  $t-5$  até  $t5$  ( $t-5, t-4, t-3, t-2, t-1, t_0, t1, t2, t3, t4$  e  $t5$ ).

A comparação parte da premissa de que as empresas que realizam a matriz demonstram preocupação com os *stakeholders*, atendendo a gestão dos *stakeholders*, mesmo que de maneira parcial, haja vista o processo de consulta e discussão é todo orientado aos interesses dos *stakeholders* da organização, como foi constatado nos relatórios. A hipótese do estudo está orientada para que as empresas que tem a gestão de *stakeholders* terá desempenho superior na receita líquida, ROA, EBITDA e endividamento menor, independente do setor em que atua. Para iniciar as evidências quantitativas realizou-se o teste de Mann-Whitney para comparar os grupos com a receita líquida nos três períodos (Tabela 3).

**Tabela 3.** Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e receita líquida nos três períodos

Período	Grupo	Amostra_Final				Consumo_Cíclico				Consumo_Não_Cíclico				Bens_Industriais			
		N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor
Rec Liq $t_{antes}$	Sem_Matriz	103	66,38	6837,00	0,000	60	37,45	2247,00	0,042	12	7,42	89,00	0,019	31	22,42	695,00	0,056
	Com_Matriz	45	93,09	4189,00		20	49,65	993,00		6	13,67	82,00		19	30,53	580,00	
Rec Liq $t_0$	Sem_Matriz	103	63,03	6492,50	0,000	60	35,33	2120,00	0,000	12	8,00	96,00	0,043	31	20,29	629,00	0,001
	Com_Matriz	47	102,82	4832,50		21	57,19	1201,00		7	13,43	94,00		19	34,00	646,00	
Rec Liq $t_{após}$	Sem_Matriz	102	58,19	5935,00	0,000	59	32,42	1913,00	0,000	12	7,17	86,00	0,002	31	19,23	596,00	0,000
	Com_Matriz	42	107,26	4505,00		16	58,56	937,00		8	15,50	124,00		18	34,94	629,00	

**Fonte:** Resultados da pesquisa (2018).

A partir da Tabela 3 é possível afirmar que existem diferenças significante ao nível de 0,01 na amostra final para o grupo que realiza a matriz de materialidade quanto a comparação do desempenho na receita líquida, sendo superior para o grupo que realiza nos três períodos:  $t_{antes}$  ( $U = 1481,0$ ;  $p = 0,000$ );  $t_0$  ( $U = 1136,5$ ;  $p = 0,000$ ); e  $t_{após}$  ( $U = 682,0$ ;  $p = 0,000$ ). Nota-se que

os grupos apresentam diferenças importantes, ao passo que enquanto o grupo que possui a matriz tende a melhorar o desempenho, o grupo que não realiza a matriz tende a piorar o desempenho.

Ao segmentar a comparação dos grupos dentro do próprio setor (consumo cíclico, consumo não cíclico e bens industriais) pode constatar que apenas o setor de bens industriais no *t\_antes* não apresentou diferença significativa ao nível de 0,05. O restante dos períodos e outros setores apresentaram diferenças significante ao nível de 0,05 e para alguns foram de 0,01. O setor consumo cíclico apresentou os valores: *t\_antes* ( $U = 417,0; p = 0,042$ ); *t0* ( $U = 290,0; p = 0,000$ ); e *t\_após* ( $U = 143,0; p = 0,000$ ). O setor consumo não cíclico apresentou os valores: *t\_antes* ( $U = 11,0; p = 0,019$ ); *t0* ( $U = 18,0; p = 0,043$ ); e *t\_após* ( $U = 8,0; p = 0,002$ ). O setor bens industriais apresentou os valores: *t\_antes* ( $U = 199,0; p = 0,056$ ); *t0* ( $U = 133,0; p = 0,001$ ); e *t\_após* ( $U = 100,0; p = 0,000$ ).

Foi possível identificar que o setor tem interferência no comportamento do desempenho, pois enquanto na amostra final o desempenho de quem possuía a matriz cresce e quem não possui a matriz decresce, ao olhar o setor, o comportamento não foi uniforme e nem existe uma tendência definida, haja vista que no consumo cíclico se espelhou na amostra final, o consumo não cíclico houve crescimento do grupo que não tem a matriz no *t0* e bens industriais teve crescimento no *t\_após* também. Mesmo assim, foi possível identificar melhor desempenho para receita líquida em todos os setores de quem tem a matriz, ou seja, de quem tem a gestão de *stakeholders*. No intuito de complementar os achados, procedeu a segunda comparação entre os grupos, setores e receita líquida, só que agora nos 11 períodos de recorte, conforme Tabela 4.

**Tabela 4.** Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e receita líquida nos onze períodos

Indicador Período	Grupo	Amostra_Final				Consumo_Cíclico				Consumo_Não_Cíclico				Bens_Industriais			
		N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor
Rec Liq t-5	Sem_Matriz	91	61,99	5641,00	0,157	52	33,75	1755,00	0,845	12	7,58	91,00	0,031	27	21,26	574,00	0,419
	Com_Matriz	38	72,21	2744,00		15	34,87	523,00		6	13,33	80,00		17	24,47	416,00	
Rec Liq t-4	Sem_Matriz	92	61,73	5679,00	0,030	52	33,10	1721,00	0,291	12	7,50	90,00	0,025	28	21,86	612,00	0,301
	Com_Matriz	40	77,48	3099,00		16	39,06	625,00		6	13,50	81,00		18	26,06	469,00	
Rec Liq t-3	Sem_Matriz	96	62,91	6039,00	0,006	56	34,86	1952,00	0,117	12	7,58	91,00	0,031	28	21,46	601,00	0,200
	Com_Matriz	41	83,27	3414,00		17	44,06	749,00		6	13,33	80,00		18	26,67	480,00	
Rec Liq t-2	Sem_Matriz	99	63,99	6335,00	0,001	58	36,22	2101,00	0,030	12	7,42	89,00	0,019	29	20,93	607,00	0,051
	Com_Matriz	44	90,02	3961,00		20	49,00	980,00		6	13,67	82,00		18	28,94	521,00	
Rec Liq t-1	Sem_Matriz	103	64,02	6594,00	0,000	60	36,12	2167,00	0,003	12	7,33	88,00	0,015	31	21,10	654,00	0,006
	Com_Matriz	45	98,49	4432,00		20	53,65	1073,00		6	13,83	83,00		19	32,68	621,00	
Rec Liq t0	Sem_Matriz	102	61,64	6287,00	0,000	59	34,92	2060,00	0,000	12	7,00	84,00	0,005	31	20,29	629,00	0,001
	Com_Matriz	46	103,02	4739,00		21	56,19	1180,00		6	14,50	87,00		19	34,00	646,00	
Rec Liq t1	Sem_Matriz	102	59,28	6047,00	0,000	59	32,69	1929,00	0,000	12	7,17	86,00	0,004	31	19,84	615,00	0,001
	Com_Matriz	41	103,63	4249,00		16	57,56	921,00		7	14,86	104,00		18	33,89	610,00	
Rec Liq t2	Sem_Matriz	102	57,48	5863,00	0,000	59	31,95	1885,00	0,000	12	7,08	85,00	0,003	31	19,06	591,00	0,001
	Com_Matriz	37	104,51	3867,00		14	58,29	816,00		7	15,00	105,00		16	33,56	537,00	
Rec Liq t3	Sem_Matriz	102	56,35	5748,00	0,000	59	31,81	1877,00	0,000	12	7,08	85,00	0,003	31	18,19	564,00	0,000
	Com_Matriz	33	104,00	3432,00		11	55,27	608,00		7	15,00	105,00		15	34,47	517,00	
Rec Liq t4	Sem_Matriz	102	55,09	5619,00	0,000	59	31,03	1831,00	0,001	12	7,08	85,00	0,003	31	17,84	553,00	0,000
	Com_Matriz	28	103,43	2896,00		8	55,88	447,00		7	15,00	105,00		13	33,62	437,00	
Rec Liq t5	Sem_Matriz	102	53,11	5417,00	0,000	59	30,90	1823,00	0,001	12	6,92	83,00	0,004	31	16,29	505,00	0,000
	Com_Matriz	22	106,05	2333,00		7	55,43	388,00		6	14,67	88,00		9	35,00	315,00	

**Fonte:** Resultados da pesquisa (2018).

Ao contrário da análise anterior (resultados da Tabela 3), a amostra final passa apresentar diferenças significante ao nível de 0,05 a partir do *t-4*, enquanto que o setor consumo cíclico a partir de *t-2*, consumo bens industriais a partir de *t-1*. Consumo não cíclico reforçou os achados anteriores. É possível inferir que ter uma gestão de *stakeholders* ocasione reflexo positivo no desempenho da receita líquida no curto e no longo prazo. O segundo indicador a ser testado foi o ROA nos períodos e com os grupos (Tabela 5).

**Tabela 5.** Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e ROA nos três períodos

Período	Grupo	Amostra_Final				Consumo_Cíclico				Consumo_Não_Cíclico				Bens_Industriais			
		N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor
ROA t_antes	Sem_Matriz	102	67,10	6844,00	0,002	59	37,73	2226,00	0,074	12	9,25	111,00	0,779	31	21,39	663,00	0,011
	Com_Matriz	46	90,91	4182,00		21	48,29	1014,00		6	10,00	60,00		19	32,21	612,00	
ROA t_0	Sem_Matriz	102	66,74	6807,00	0,001	59	37,02	2184,00	0,025	12	10,33	124,00	0,349	31	21,23	658,00	0,008
	Com_Matriz	46	91,72	4219,00		21	50,29	1056,00		6	7,83	47,00		19	32,47	617,00	
ROA t_após	Sem_Matriz	102	68,87	7025,00	0,104	59	35,93	2120,00	0,115	12	10,17	122,00	0,758	31	23,39	725,00	0,300
	Com_Matriz	42	81,31	3415,00		16	45,63	730,00		8	11,00	88,00		18	27,78	500,00	

**Fonte:** Resultados da pesquisa (2018).

A partir da Tabela 5, é possível afirmar que existem diferenças significante ao nível de 0,01 na amostra final para o grupo que realiza a matriz de materialidade quanto a comparação do

ROA no  $t_{antes}$  ( $U = 1591,0$ ;  $p = 0,002$ ) e  $t0$  ( $U = 1554,0$ ;  $p = 0,001$ ). Nota-se, na amostra final, que os grupos apresentam diferenças, ao passo que embora no  $t_{após}$  o grupo com a matriz apresentar desempenho superior, mas não existe diferença significativa ao nível de 0,05.

Vale ressaltar que, no decorrer do tempo, do segundo ano em diante, o grupo que realiza a matriz de materialidade tem desempenho superior, mas não tem diferença significativa. Tal achado já foi destacado por Garcia-Castro, Arino e Canela (2011), em discussão empírica do impacto da gestão dos *stakeholders* no curto e longo prazo para os acionistas, relatam efeito negativo no curto prazo, enquanto encontram efeitos positivos no longo prazo.

Assim, é possível inferir que ter uma gestão de *stakeholders* ocasiona um ROA mais justo no longo prazo, ou seja, após a efetivação da gestão, as ações da empresa são canalizadas em retornos para além dos acionistas, haja vista que o *rank* médio do teste para o ROA foi reduzido em relação aos períodos anteriores para as empresas que tem a matriz de materialidade, mas mesmo assim continua superior em relação às empresas que não possuem a matriz formalizada.

Ao segmentar a comparação dos grupos dentro dos setores pode constatar que consumo cíclico não apresentou diferença significativa ao nível de 0,05 no  $t_{antes}$  e  $t_{após}$ , bens industriais no  $t_{após}$  e consumo não cíclico nos três períodos ( $t_{antes}$ ,  $t0$  e  $t_{após}$ ). O consumo cíclico apresentou diferença significativa ao nível de 0,05 para  $t0$  e bens industriais para  $t_{antes}$  e  $t0$ . O setor consumo cíclico apresentou os valores:  $t_{antes}$  ( $U = 456$ ;  $p = 0,074$ );  $t0$  ( $U = 414,0$ ;  $p = 0,025$ ); e  $t_{após}$  ( $U = 350,0$ ;  $p = 0,115$ ). O setor consumo não cíclico apresentou os valores:  $t_{antes}$  ( $U = 33,0$ ;  $p = 0,779$ );  $t0$  ( $U = 26,0$ ;  $p = 0,349$ ); e  $t_{após}$  ( $U = 44,0$ ;  $p = 0,758$ ). O setor bens industriais apresentou os valores:  $t_{antes}$  ( $U = 167,0$ ;  $p = 0,011$ );  $t0$  ( $U = 162,0$ ;  $p = 0,008$ ); e  $t_{após}$  ( $U = 229,0$ ;  $p = 0,300$ ).

Foi possível identificar que não existe um comportamento uniforme e nem existe uma tendência definida. Mesmo assim, foi possível identificar melhor desempenho para o ROA em todos os setores de quem tem a matriz de materialidade, ou seja, de quem tem a gestão de *stakeholders*. Nota-se uma redução do *rank* médio do ROA no  $t_{após}$ , o que pode indicar uma relação de criação e distribuição de valor mais justa para outros *stakeholders*, sendo para além dos interesses exclusivos dos acionistas. No intuito de complementar os achados, procedeu a segunda comparação entre os grupos, setores e ROA (Tabela 6).

**Tabela 6.** Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e ROA nos onze períodos

Indicador Período	Grupo	Amostra_Final				Consumo_Cíclico				Consumo_Não_Cíclico				Bens_Industriais			
		N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor
ROA t-5	Sem_Matriz	93	63,05	5864,00	0,110	53	35,09	1860,00	0,943	12	7,92	95,00	0,075	28	20,96	587,00	0,182
	Com_Matriz	39	74,72	2914,00		16	34,69	555,00		6	12,67	76,00		17	26,35	448,00	
ROA t-4	Sem_Matriz	94	63,54	5973,00	0,070	53	34,36	1821,00	0,629	12	8,83	106,00	0,454	29	21,38	620,00	0,096
	Com_Matriz	40	76,80	3072,00		16	37,13	594,00		6	10,83	65,00		18	28,22	508,00	
ROA t-3	Sem_Matriz	98	63,51	6224,00	0,003	57	34,89	1989,00	0,056	12	9,67	116,00	0,851	29	19,86	576,00	0,009
	Com_Matriz	41	85,51	3506,00		17	46,24	786,00		6	9,17	55,00		18	30,67	552,00	
ROA t-2	Sem_Matriz	99	59,99	5939,00	0,000	58	33,31	1932,00	0,000	12	9,33	112,00	0,851	29	18,00	522,00	0,000
	Com_Matriz	43	98,00	4214,00		19	56,37	1071,00		6	9,83	59,00		18	33,67	606,00	
ROA t-1	Sem_Matriz	102	63,33	6460,00	0,000	59	35,10	2071,00	0,000	12	9,17	110,00	0,708	31	19,84	615,00	0,000
	Com_Matriz	46	99,26	4566,00		21	55,67	1169,00		6	10,17	61,00		19	34,74	660,00	
ROA t0	Sem_Matriz	102	66,74	6807,00	0,001	59	37,02	2184,00	0,025	12	10,33	124,00	0,349	31	21,23	658,00	0,008
	Com_Matriz	46	91,72	4219,00		21	50,29	1056,00		6	7,83	47,00		19	32,47	617,00	
ROA t1	Sem_Matriz	102	65,43	6674,00	0,005	59	34,83	2055,00	0,016	12	10,58	127,00	0,223	31	21,68	672,00	0,033
	Com_Matriz	40	86,98	3479,00		16	49,69	795,00		6	7,33	44,00		18	30,72	553,00	
ROA t2	Sem_Matriz	102	65,44	6675,00	0,027	59	35,24	2079,00	0,145	12	9,08	109,00	0,353	31	21,52	667,00	0,084
	Com_Matriz	37	82,57	3055,00		14	44,43	622,00		7	11,57	81,00		16	28,81	461,00	
ROA t3	Sem_Matriz	102	64,81	6611,00	0,096	59	34,24	2020,00	0,229	12	9,08	109,00	0,353	31	22,19	688,00	0,343
	Com_Matriz	33	77,85	2569,00		11	42,27	465,00		7	11,57	81,00		15	26,20	393,00	
ROA t4	Sem_Matriz	102	63,83	6511,00	0,336	59	33,17	1957,00	0,343	12	9,67	116,00	0,735	31	22,06	684,00	0,728
	Com_Matriz	28	71,57	2004,00		8	40,13	321,00		7	10,57	74,00		13	23,54	306,00	
ROA t5	Sem_Matriz	102	59,21	6039,00	0,028	59	32,71	1930,00	0,333	12	8,42	101,00	0,223	31	19,03	590,00	0,141
	Com_Matriz	22	77,77	1711,00		7	40,14	281,00		6	11,67	70,00		9	25,56	230,00	

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

Reforçando a análise anterior (resultados da Tabela 5), a amostra final passa apresentar diferenças significante ao nível de 0,05 a partir do  $t-3$  até  $t2$  – depois volta a ser significante no  $t5$ , enquanto que o setor consumo cíclico a partir de  $t-2$  até  $t1$ , consumo bens industriais a partir de  $t-3$  até  $t1$ . Consumo não cíclico reforçou os achados anteriores. É possível inferir que ter uma gestão de *stakeholders* ocasione reflexo positivo superior no ROA no curto e mais justo no longo prazo. O terceiro indicador a proceder o teste foi o EBITDA nos períodos e com os grupos (Tabela 7).

**Tabela 7.** Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e EBITDA nos três períodos

Período	Grupo	Amostra_Final				Consumo_Cíclico				Consumo_Não_Cíclico				Bens_Industriais			
		N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor
Ebitda t_antes	Sem_Matriz	102	63,32	6459,00	0,000	59	35,46	2092,00	0,005	12	8,25	99,00	0,160	31	20,35	631,00	0,001
	Com_Matriz	44	97,09	4272,00		19	52,05	989,00		6	12,00	72,00		19	33,89	644,00	
Ebitda t_0	Sem_Matriz	102	61,07	6229,00	0,000	59	35,58	2099,00	0,001	12	7,25	87,00	0,011	31	19,06	591,00	0,000
	Com_Matriz	45	103,31	4649,00		21	54,33	1141,00		6	14,00	84,00		18	35,22	634,00	
Ebitda t_após	Sem_Matriz	102	59,53	6072,00	0,000	59	32,61	1924,00	0,000	12	7,83	94,00	0,014	31	19,97	619,00	0,001
	Com_Matriz	42	104,00	4368,00		16	57,88	926,00		8	14,50	116,00		18	33,67	606,00	

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

A partir da Tabela 7 é possível afirmar que existem diferenças significante ao nível de 0,01 na amostra final para o grupo que realiza a matriz de materialidade quanto a comparação do EBITDA, sendo superior para o grupo que realiza nos três períodos:  $t\_antes$  ( $U = 1206,0$ ;  $p = 0,000$ );  $t0$  ( $U = 976,0$ ;  $p = 0,000$ ); e  $t\_após$  ( $U = 819,0$ ;  $p = 0,000$ ). Nota-se na amostra final que os grupos apresentam diferenças importantes, ao passo que enquanto o grupo que possui a matriz tende a melhorar o desempenho do EBITDA, o grupo que não realiza a matriz tende a piorar. É possível inferir que ter uma gestão de *stakeholders* ocasiona reflexo positivo no EBITDA. Em outras palavras, a gestão de *stakeholders* tem influência na geração de recursos, bem como na melhora da capacidade de investimentos, de pagamentos aos credores e de distribuição de dividendos aos acionistas.

Ao segmentar a comparação dos grupos dentro do próprio setor, pode constatar que apenas o setor de consumo não cíclico no  $t\_antes$  não apresentou diferença significativa ao nível de 0,05. O restante dos períodos e outros setores apresentaram diferenças significante ao nível de 0,05 e para maioria foram de 0,01. O setor consumo cíclico apresentou os valores:  $t\_antes$  ( $U = 322,0$ ;  $p = 0,005$ );  $t0$  ( $U = 329,0$ ;  $p = 0,001$ ); e  $t\_após$  ( $U = 154,0$ ;  $p = 0,000$ ). O setor consumo não cíclico apresentou os valores:  $t\_antes$  ( $U = 21,0$ ;  $p = 0,160$ );  $t0$  ( $U = 9,0$ ;  $p = 0,011$ ); e  $t\_após$  ( $U = 16,0$ ;  $p = 0,014$ ). O setor bens industriais apresentou os valores:  $t\_antes$  ( $U = 135,0$ ;  $p = 0,001$ );  $t0$  ( $U = 95,0$ ;  $p = 0,000$ ); e  $t\_após$  ( $U = 123,0$ ;  $p = 0,001$ ).

Foi possível identificar que o setor tem interferência no comportamento do desempenho do EBITDA, pois enquanto na amostra final o desempenho de quem possuía a matriz cresce e quem não possui a matriz decresce, ao olhar o setor, o comportamento não foi uniforme e nem existe uma tendência definida, haja vista que no consumo cíclico se espelhou na amostra final, o consumo não cíclico bens industriais houve crescimento do grupo que não tem a matriz no  $t0$ , mas não tiveram comportamento idêntico no  $t\_após$  também. Mesmo assim, foi possível identificar melhor desempenho para o EBITDA em todos os setores de quem tem a gestão de *stakeholders* (com a matriz). No intuito de complementar os achados, procedeu a segunda comparação entre os grupos, setores e EBITDA (Tabela 8).

**Tabela 8.** Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e EBITDA nos onze períodos

Indicador Período	Grupo	Amostra_Final				Consumo_Cíclico				Consumo_Não_Cíclico				Bens_Industriais			
		N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor
Ebitda t-5	Sem_Matriz	92	61,62	5669,00	0,068	52	34,56	1797,00	0,965	12	7,75	93,00	0,114	28	20,29	568,00	0,075
	Com_Matriz	38	74,89	2846,00		16	34,31	549,00		5	12,00	60,00		17	27,47	467,00	
Ebitda t-4	Sem_Matriz	93	59,56	5539,00	0,002	52	33,58	1746,00	0,488	12	8,08	97,00	0,111	29	18,79	545,00	0,004
	Com_Matriz	38	81,76	3107,00		16	37,50	600,00		6	12,33	74,00		16	30,63	490,00	
Ebitda t-3	Sem_Matriz	98	60,91	5969,00	0,000	57	34,95	1992,00	0,062	12	7,58	91,00	0,073	29	19,28	559,00	0,005
	Com_Matriz	39	89,33	3484,00		17	46,06	783,00		5	12,40	62,00		17	30,71	522,00	
Ebitda t-2	Sem_Matriz	99	59,80	5920,00	0,000	58	34,00	1972,00	0,001	12	7,50	90,00	0,058	29	18,79	545,00	0,002
	Com_Matriz	40	95,25	3810,00		18	53,00	954,00		5	12,60	63,00		17	31,53	536,00	
Ebitda t-1	Sem_Matriz	102	60,56	6177,00	0,000	59	34,12	2013,00	0,000	12	7,50	90,00	0,058	31	19,55	606,00	0,000
	Com_Matriz	43	102,51	4408,00		19	56,21	1068,00		5	12,60	63,00		19	35,21	669,00	
Ebitda t0	Sem_Matriz	102	61,07	6229,00	0,000	59	35,58	2099,00	0,001	12	7,25	87,00	0,011	31	19,06	591,00	0,000
	Com_Matriz	45	103,31	4649,00		21	54,33	1141,00		6	14,00	84,00		18	35,22	634,00	
Ebitda t1	Sem_Matriz	102	58,61	5978,00	0,000	59	32,68	1928,00	0,000	12	7,83	94,00	0,061	31	18,81	583,00	0,000
	Com_Matriz	40	104,38	4175,00		16	57,63	922,00		6	12,83	77,00		18	35,67	642,00	
Ebitda t2	Sem_Matriz	102	57,91	5907,00	0,000	59	31,78	1875,00	0,000	12	7,00	84,00	0,002	31	19,90	617,00	0,004
	Com_Matriz	37	103,32	3823,00		14	59,00	826,00		7	15,14	106,00		16	31,94	511,00	
Ebitda t3	Sem_Matriz	102	57,25	5839,00	0,000	59	31,78	1875,00	0,000	12	7,25	87,00	0,005	31	19,13	593,00	0,001
	Com_Matriz	33	101,24	3341,00		11	55,45	610,00		7	14,71	103,00		15	32,53	488,00	
Ebitda t4	Sem_Matriz	102	55,61	5672,00	0,000	59	31,64	1867,00	0,007	12	6,83	82,00	0,001	31	18,06	560,00	0,000
	Com_Matriz	28	101,54	2843,00		8	51,38	411,00		7	15,43	108,00		13	33,08	430,00	
Ebitda t5	Sem_Matriz	102	53,22	5428,00	0,000	59	31,10	1835,00	0,003	12	6,83	82,00	0,003	31	16,26	504,00	0,000
	Com_Matriz	22	105,55	2322,00		7	53,71	376,00		6	14,83	89,00		9	35,11	316,00	

**Fonte:** Resultados da pesquisa (2018).

Ao contrário da análise anterior (resultados da Tabela 7), pelo menos em parte, a amostra final passa a apresentar diferenças significante ao nível de 0,05 a partir do *t-4*, enquanto que o setor consumo cíclico a partir de *t-2*, consumo bens industriais a partir de *t-4*. Consumo não cíclico reforçou os achados anteriores. É possível inferir que manter relacionamento com os *stakeholders* tem reflexo positivo e superior no EBITDA no *t0* e no *t\_após*, o que reforça o desempenho superior de empresas que gerem os *stakeholders*. O último indicador a proceder o teste foi endividamento líquido nos períodos e nos grupos, conforme Tabela 9. Empresas com melhores desempenhos são aquelas com menores níveis de endividamento (Mendes & Santos, 2018).

**Tabela 9.** Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e endividamento líquido nos três períodos

Período	Grupo	Amostra_Final				Consumo_Cíclico				Consumo_Não_Cíclico				Bens_Industriais			
		N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor
Div Líq t_antes	Sem_Matriz	103	69,77	7186,00	0,042	60	39,35	2361,00	0,443	12	7,58	91,00	0,031	31	23,87	740,00	0,313
	Com_Matriz	45	85,33	3840,00		20	43,95	879,00		6	13,33	80,00		19	28,16	535,00	
Div Líq t_0	Sem_Matriz	103	68,84	7091,00	0,009	60	40,50	2430,00	0,746	12	7,17	86,00	0,009	31	22,32	692,00	0,049
	Com_Matriz	46	88,78	4084,00		21	42,43	891,00		6	14,17	85,00		19	30,68	583,00	
Div Líq t_após	Sem_Matriz	103	64,99	6694,00	0,000	60	37,58	2255,00	0,483	12	8,17	98,00	0,031	31	20,19	626,00	0,002
	Com_Matriz	42	92,64	3891,00		16	41,94	671,00		8	14,00	112,00		18	33,28	599,00	

**Fonte:** Resultados da pesquisa (2018).

A partir da Tabela 9, é possível afirmar que existem diferenças significante ao nível de 0,05 na amostra final para o grupo que realiza a matriz de materialidade quanto a comparação do endividamento líquido, sendo superior para o grupo que realiza nos três períodos: *t\_antes* ( $U = 1830,0$ ;  $p = 0,042$ ); *t0* ( $U = 1735,0$ ;  $p = 0,009$ ); e *t\_após* ( $U = 1338,0$ ;  $p = 0,000$ ). Nota-se na amostra final que os grupos apresentam diferenças importantes, ao passo que enquanto o grupo que possui a matriz tende a melhorar o desempenho do endividamento líquido, o grupo que não realiza tende a piorar. É possível inferir a gestão de *stakeholders* ocasiona reflexo positivo no endividamento. Em outras palavras, os resultados confirmaram que o endividamento restringe o comportamento dos gerentes para os *stakeholders* e, portanto, é factível que as empresas que possuem a matriz tendem a ter um desempenho favorável em relação ao endividamento.

Ao segmentar a comparação dos grupos dentro do próprio setor, pode constatar que o setor consumo cíclico não apresentou diferença significativa ao nível de 0,05 para nenhum dos três períodos, enquanto no setor de bens industriais foi apenas no *t\_antes*. O restante dos períodos e outros setores apresentaram diferenças significante ao nível de 0,05 e 0,01. O setor consumo cíclico apresentou os valores: *t\_antes* ( $U = 531,0$ ;  $p = 0,443$ ); *t0* ( $U = 600,0$ ;  $p = 0,746$ ); e *t\_após* ( $U = 435,0$ ;  $p = 0,483$ ). O setor consumo não cíclico apresentou os valores: *t\_antes* ( $U = 13,0$ ;  $p = 0,031$ ); *t0* ( $U = 8,0$ ;  $p = 0,009$ ); e *t\_após* ( $U = 20,0$ ;  $p = 0,031$ ). O setor bens industriais apresentou os valores: *t\_antes* ( $U = 244,0$ ;  $p = 0,313$ ); *t0* ( $U = 196,0$ ;  $p = 0,049$ ); e *t\_após* ( $U = 130,0$ ;  $p = 0,002$ ).

Foi possível identificar que o setor tem interferência no comportamento do desempenho do endividamento, pois enquanto na amostra final o desempenho de quem possuía a matriz cresce e quem não possui a matriz decresce, ao olhar o setor, o comportamento não foi uniforme e nem existe uma tendência definida. Mesmo assim, foi possível identificar melhor desempenho para o endividamento em todos os setores de quem tem a gestão de *stakeholders* (com a matriz). No intuito de complementar os achados, procedeu a segunda comparação entre os grupos, setores e endividamento líquido, só que agora para os 11 períodos de recorte (Tabela 10).



**Tabela 10.** Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e endividamento líquido nos onze períodos

Indicador Período	Grupo	Amostra_Final				Consumo_Cíclico				Consumo_Não_Cíclico				Bens_Industriais			
		N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor	N	Mean Rank	Sum of Ranks	p. valor
Div Liq t-5	Sem_Matriz	93	66,44	6178,50	0,976	53	36,24	1920,50	0,352	12	8,25	99,00	0,160	28	23,25	651,00	0,870
	Com_Matriz	39	66,65	2599,50		16	30,91	494,50		6	12,00	72,00		17	22,59	384,00	
Div Liq t-4	Sem_Matriz	94	67,79	6372,00	0,896	53	35,91	1903,00	0,495	12	8,50	102,00	0,261	29	24,72	717,00	0,646
	Com_Matriz	40	66,83	2673,00		16	32,00	512,00		6	11,50	69,00		18	22,83	411,00	
Div Liq t-3	Sem_Matriz	98	67,44	6609,00	0,246	57	37,98	2165,00	0,724	12	7,42	89,00	0,019	29	23,14	671,00	0,584
	Com_Matriz	41	76,12	3121,00		17	35,88	610,00		6	13,67	82,00		18	25,39	457,00	
Div Liq t-2	Sem_Matriz	99	68,99	6830,00	0,192	58	39,74	2305,00	0,873	12	7,50	90,00	0,025	29	22,69	658,00	0,406
	Com_Matriz	44	78,77	3466,00		20	38,80	776,00		6	13,50	81,00		18	26,11	470,00	
Div Liq t-1	Sem_Matriz	103	70,18	7229,00	0,064	60	39,92	2395,00	0,697	12	7,42	89,00	0,019	31	23,74	736,00	0,276
	Com_Matriz	45	84,38	3797,00		20	42,25	845,00		6	13,67	82,00		19	28,37	539,00	
Div Liq t0	Sem_Matriz	103	68,84	7091,00	0,009	60	40,50	2430,00	0,746	12	7,17	86,00	0,009	31	22,32	692,00	0,049
	Com_Matriz	46	88,78	4084,00		21	42,43	891,00		6	14,17	85,00		19	30,68	583,00	
Div Liq t1	Sem_Matriz	103	65,40	6736,00	0,001	60	37,55	2253,00	0,468	12	7,17	86,00	0,004	31	21,81	676,00	0,040
	Com_Matriz	41	90,34	3704,00		16	42,06	673,00		7	14,86	104,00		18	30,50	549,00	
Div Liq t2	Sem_Matriz	103	64,12	6604,00	0,002	60	36,60	2196,00	0,456	12	6,92	83,00	0,002	31	21,45	665,00	0,076
	Com_Matriz	37	88,27	3266,00		14	41,36	579,00		7	15,29	107,00		16	28,94	463,00	
Div Liq t3	Sem_Matriz	103	61,34	6318,00	0,000	60	33,82	2029,00	0,037	12	7,42	89,00	0,009	31	20,94	649,00	0,062
	Com_Matriz	33	90,85	2998,00		11	47,91	527,00		7	14,43	101,00		15	28,80	432,00	
Div Liq t4	Sem_Matriz	103	59,97	6177,00	0,000	60	32,35	1941,00	0,014	12	8,50	102,00	0,128	31	20,19	626,00	0,066
	Com_Matriz	28	88,18	2469,00		8	50,63	405,00		7	12,57	88,00		13	28,00	364,00	
Div Liq t5	Sem_Matriz	103	56,90	5861,00	0,000	60	32,15	1929,00	0,023	12	8,42	101,00	0,223	31	17,19	533,00	0,001
	Com_Matriz	22	91,55	2014,00		7	49,86	349,00		6	11,67	70,00		9	31,89	287,00	

**Fonte:** Resultados da pesquisa (2018).

Ao contrário da análise anterior (resultados da Tabela 9), pelo menos em parte, a amostra final passa a apresentar diferenças significante ao nível de 0,05 a partir do  $t0$ , enquanto que o setor consumo cíclico a partir de  $t3$ , o setor de consumo não cíclico a partir de  $t-3$  e  $t3$ , o setor de consumo bens industriais em  $t0$ ,  $t1$  e  $t5$ . É possível inferir que manter relacionamento com os *stakeholders* tem reflexo positivo no endividamento líquido, mas que para alguns setores a diferença não é significante. Tal achado pode estar associado a ideia de que o endividamento é influenciado por variáveis exógenas e endógenas às empresas (Mendes & Santos, 2018).

Por fim, foi possível inferir que a gestão de *stakeholders* tem impacto positivo na receita líquida, no EBITDA, no ROA e no endividamento líquido, sendo superior nas empresas que tem a matriz de materialidade, mesmo que em alguns casos não exista diferença significante ao nível de 0,05. Na verdade, verifica-se se há evidências para acreditar que valores do grupo com a matriz de materialidade são superiores aos valores do grupo sem a matriz de materialidade. Esses resultados sugerem que a matriz de materialidade pode ser uma ferramenta útil e positiva para as empresas que pretendem estreitar o relacionamento com seus *stakeholders*. Também evidenciou

que o setor pode influenciar nas diferenças entre os grupos, mas sempre com valores superiores para o grupo que possui a matriz de materialidade.

## 6.5 CONCLUSÕES DO ESTUDO V

Os resultados deste estudo tornam possível entender, qualitativamente e quantitativamente, que exista relação de melhora no desempenho organizacional das empresas que tem uma gestão de *stakeholders*. Em outras palavras, traz evidências empíricas de que a gestão dos *stakeholders* legítimos desbloqueia e potencializa a criação de valor (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010), bem como está relacionada positivamente com o desempenho da empresa (Bridoux & Stoelhorst, 2014; Harrison, Bosse, & Phillips, 2010), tendo em vista os melhores resultados e relação estatística significativa, quando comparado os grupos.

Nesse sentido, o estudo contribui nas evidências empíricas da gestão de *stakeholders* no contexto da criação de valor, pois embora estudos anteriores já tenham investigado a relação dos indicadores no contexto das ações sustentáveis ou de responsabilidade social, a inserção da gestão de *stakeholders* como variável *dummy* para compreensão da criação de valor é inédita. Também valida empiricamente a ideia de que a criação de conexões entre empresa e *stakeholders* abrem oportunidades invisíveis à criação de valor (Camilleri, 2012), bem como contribui com evidências empíricas da existência de relação entre gestão de *stakeholders* e desempenho organizacional superior, atendendo assim ao chamado de Bridoux e Stoelhorst (2014), Harrison, Bosse e Phillips (2010) e Harrison e Bosse (2013).

O estudo melhora o entendimento de que não é o fato de pertencer ao índice, como é o caso do ISE ou GRI (ver Maia, Carvalho, Klotzle, Pinto, & Motta, 2017; Peixoto, Pains, Araújo & Guimarães, 2016; Teixeira, Nossa, & Funchal, 2011), que os resultados da empresa apontam desempenho superior das que não pertencem, mas sim da gestão efetiva de *stakeholders* para um resultado positivo a curto e em longo prazo, como foi evidenciado neste estudo.

Como limitação do presente estudo têm-se a composição dos setores envolvidos, que pode ser ampliado em pesquisas futuras, para todos os setores da BM&F Bovespa. Assim uma amostra com diversos setores pode melhorar as inferências. Sugere-se realizar outros testes (por exemplo, regressão), incluindo outras características tais como, tamanho, tempo de entrada no GRI, tempo

de execução da matriz de materialidade e outras características, as quais poderiam incluir também outras variáveis de controle (porte da empresa, tempo de GRI, tempo de execução da matriz de materialidade e outros). Caminho alternativo de pesquisa futura seria tentar relacionar a gestão de *stakeholders* para além do GRI e da matriz de materialidade, com intuito de complementar os resultados deste estudo e evidenciar se o comportamento do campo se assemelha aos resultados deste estudo.

## 7 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A presente pesquisa demonstrou a existência de motivos razoáveis para se estudar a criação de valor no contexto da teoria dos *stakeholders*. Assim, a presente pesquisa teve como objetivo estabelecer métricas para identificar a abordagem de gestão de *stakeholders* orientada à criação de valor e avaliar o impacto da gestão de *stakeholders* no desempenho da empresa. Para atender a esse objetivo, foi necessário desenvolver cinco estudos que buscaram entender a criação de valor no contexto da TS, desde suas bases teóricas até evidências empíricas. Importante destacar que os estudos se complementam, pois cada um deles contribuiu em elucidar um aspecto da discussão da criação de valor no contexto da TS: o estudo I consistiu na revisão sistemática da literatura internacional; o estudo II estruturou o estado da arte e propôs uma agenda de pesquisa futura; o estudo III possibilitou entender a estrutura intelectual que conecta os autores e agenda futura; o estudo IV consistiu na proposta teórica de métricas para a classificação da empresa quanto à gestão de *stakeholders*; e por fim, o estudo V consistiu nas evidências empíricas da proposta teórica, bem como testar a relação da gestão de *stakeholders* e desempenho da empresa.

Desta forma com o estudo I foi possível perceber vigoroso interesse na temática, tendo em vista que 40 artigos foram publicados nos últimos anos. Embora reconheça o mérito da contribuição teórica ao campo, mesmo em estágio inicial, e que a partir da análise, percebe-se que há muito no que avançar e oportunidades aparentes, principalmente no preenchimento de lacunas teóricas. Como implicação teórica tem-se a perspectiva distinta das pesquisas já realizadas e relacionadas à *stakeholder theory* e *value creation*, além da compreensão da discussão no campo. Logo, o estudo I proporciona visão resumida e sistematizada da criação de valor no contexto da TS.

No estudo II foi possível aprofundar o entendimento da discussão da criação de valor no contexto da TS e assim estruturar o estado da arte, proporcionando, de certa forma, o conhecimento acumulado sobre esse tema. Foi possível identificar que os estudos são seminais e que a literatura carece em ampliar o entendimento da relação entre *stakeholders* e criação de valor. Como contribuição teórica tem-se a perspectiva distinta das pesquisas já realizadas e relacionadas à teoria dos *stakeholders* e criação de valor, além da reflexão de uma agenda futura.

Acredita-se que como as empresas devem gerenciar os relacionamentos com seus *stakeholders* para a criação de valor se apresenta como a principal pergunta ao campo.

No estudo III foi possível compreender a estrutura intelectual que coneta os autores. Como contribuição, tem-se a perspectiva distinta das pesquisas já realizadas e relacionadas a TS e criação de valor, pois busca identificar as principais correntes de discussão da criação de valor no contexto da TS a partir da análise de citações. As correntes de discussão caminham na abordagem que fazem da criação de valor no contexto da TS (mais social ou orientada para ganhos) ou da discussão da criação de valor (clássica ou contemporânea). Recomenda-se ainda a necessidade de compreender os aspectos cognitivos de como gerentes respondem às expectativas dos *stakeholders* no processo de criação e apropriação de valor, bem como necessidade de modelos mais refinados à TS e à criação de valor.

O estudo IV possibilitou proposição teórica de métricas para a classificação da empresa quanto à gestão de *stakeholders*. O qual resultou na listagem de métricas, até então lançadas ao campo, algumas sem estabelecer padrão de mensuração e que em maior ou menor grau orientadas a uma abordagem de gestão de *stakeholders*. Também tem-se o entendimento da relação dessas métricas com o desempenho das empresas. Ampliar o *rol* das métricas ou desenvolver escalas podem contribuir na melhor identificação das abordagens de gestão de *stakeholders* no contexto estratégico e de criação de valor.

Por fim, o estudo V consistiu na evidência empírica da proposta teórica de métricas para a classificação da empresa quanto à gestão de *stakeholders* e criação de valor. O presente estudo avança na discussão empírica da relação entre *stakeholders* e empresa na orientação da criação de valor. Como resultado tem-se a evidência empírica das métricas, as quais são em maior ou menor grau orientadas a uma abordagem de gestão de *stakeholders* e que influenciam na criação de valor da organização para com os *stakeholders*. Também tem a validação estatística de que a gestão de *stakeholders* influencia em desempenho superior nas empresas que as realizam, a partir do enfoque da matriz de materialidade para com os *stakeholders*. Recomenda-se ampliar os setores estudados, bem como incluir outras características ou realizar outros tipos de testes. Caminho alternativo de pesquisa futura seria tentar relacionar a gestão de *stakeholders* para além da matriz de materialidade.

## REFERÊNCIAS

- Agle, B., Mitchell, R., & Sonnenfeld, J. (1999). Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes & salience, corporate performance, & CEO values. *Academy of Management Journal*, 42(5), 507-525.
- Alvarado, U. (2002). A lei de Lotka na bibliometria brasileira. *Ciência da Informação*, 31(2), 14-20.
- Amâncio-Vieira, S. (2010). *Dinâmica de atuação dos stakeholders em atividades estratégicas: A experiência da Secretaria de Estado do Turismo do Paraná*. 188f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Nove de Julho, São Paulo/SP.
- Annushkina, O. (2011). The Italian ‘entrepreneurial formula’: A systemic approach to strategy. *European Journal of International Management*, 5(3), 301-317.
- Araújo, C. (2006). Bibliometria: evolução histórica e questões atuais. *Em Questão*, 12(1), 11-32.
- Austin, J. (2010). From organization to organization: On creating value. *Journal of Business Ethics*, 94(1), 13-15.
- Austin, J., & Seitanidi, M. (2012). Collaborative value creation: A review of partnering between nonprofits and businesses. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 41(5), 723-755.
- Azevedo, A., Santos, D., & Boaventura, J. (2016). Corporate social performance: Análise da evolução do construto nos estudos empíricos publicados entre 1975 e 2014. *Perspectivas Contemporâneas*, 11(3), 19-38.
- Barakat, S., Freitas, L., Boaventura, J., MacLennan, M. (2016). Legitimidade: uma análise da evolução do conceito na teoria dos stakeholders. *Revista de Ciências da Administração*, 18(44), 66-80.
- Barnett, M., & Salomon, R. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Berman, S., Wicks, A., Kotha, S., & Jones, T. (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., Silva, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Corporate financial performance and corporate social performance: Methodological development and the theoretical contribution of empirical studies. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 232-245.
- Bosse, D., & Coughlan, R. (2016). Stakeholder relationship bonds. *Journal of Management Studies*, 53(7), 1197-1222.
- Bosse, D., Phillips, R., & Harrison, J. (2009). Stakeholders, reciprocity, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30(4), 447-456.

- Botelho, L., Cunha, C., & Macedo, M. (2011). O método da revisão integrativa nos estudos organizacionais. *Revista Eletrônica Gestão e Sociedade*, 5(11), 121-136.
- Brandão, I., Diógenes, A., & Abreu, M. (2017)<sup>5</sup>. Alocação de valor ao stakeholder funcionário e o efeito na competitividade e na produtividade do setor bancário. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 19(64), 161-179.
- Bridoux, F., & Stoelhorst, J. (2014). Microfoundations for stakeholder theory: Managing stakeholders with heterogeneous motives. *Strategic Management Journal*, 35(1), 107-125.
- Brito, R., & Brito, L. (2012). Vantagem competitiva e sua relação com o desempenho: Uma abordagem baseada no valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(3), 360-380.
- Brito, R.; Berardi, P. (2010). Vantagem competitiva na gestão sustentável da cadeia de suprimentos: Um metaestudo. *Revista de Administração de Empresas*, 50(2), 155-169.
- Brower, J., & Mahajan, V. (2013). Driven to be good: A stakeholder theory perspective on the drivers of corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 117(2), 313-331.
- Buono, A. (2003). A review of Redefining the corporation: Stakeholder management and organizational wealth. *Business and Society Review*, 108(2), 279-284.
- Camilleri, M. (2012). *Creating shared value through strategic corporate social responsibility in Tourism*. Thesis for Doctor of Philosophy Degree. University of Edinburgh.
- Campos, T. (2006). Políticas para stakeholders: Um objetivo ou uma estratégia organizacional? *Revista de Administração Contemporânea*, 10(4), 111-130.
- Carroll, A. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4, 497-505.
- Carroll, A. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business & Society*, 38(3), 268-295.
- Castro-Martinez, M., & Jackson, P. (2015). Collaborative value co-creation in community sports trusts at football clubs. *Corporate Governance*, 15(2), 229-242.
- Cervo, A., & Bervian, P. (2002). *Metodologia científica*. 5.ed. São Paulo: Prentice Hall.
- Chabowski, B., Mena, J., & Gonzalez-Padron, T. (2011). The structure of sustainability research in marketing, 1958-2008: A basis for future research opportunities. *Journal of the Academy Marketing Science*, 39(1), 55-70.
- Chueke, G.; & Amatucci, M. (2015). O que é bibliometria? Uma introdução ao fórum. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 10(2), 1-5.
- Cintra, R., Amâncio-Vieira, S., Suzuki, T., & Costa, B. (2014). Stakeholder theory: Análise nos periódicos brasileiros a partir da bibliometria. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 13(4), 43-55.

---

<sup>5</sup> Versão preliminar: Brandão, I., Diógenes, A., & Abreu, M. (2016). Alocação de valor ao stakeholder funcionário e o efeito na competitividade e na produtividade do setor bancário. In *XL Encontro da Associação Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração (EnAnpad)*, 1-19.

- Cintra, R., Cassol, A., Costa, B. (2017). A criação de valor no contexto da teoria dos stakeholders: O que dizem os estudos e para onde vamos? In *VIII Encontro de Estudos em Estratégia (3Es)*, 1-8.
- Cintra, R., Costa, B., Amâncio-Vieira, S., & Ribeiro, H. (2015). Stakeholder theory e value creation: Revisão sistemática na publicação científica internacional, 1990-2014. In *XXXIX Encontro da Associação Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração (EnAnpad)*, 1-17.
- Cintra, R., Costa, B., Oliveira, A., & Cassol, A. (2017). A criação de valor no contexto da teoria dos stakeholders: Análise das citações e cocitações na produção científica internacional 2000-2016.
- Cintra, R., Ribeiro, I., & Costa, B. (2015). Stakeholder theory e turismo: Uma análise metodológica das publicações científicas no cenário brasileiro, 2000-2012. In *XII Seminário da Associação Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Turismo (Anptur)*, 1-15.
- Clarkson, M. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Coff, R. (1999). When competitive advantage does not lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science*, 10(2), 119-133.
- Cooper, D., & Schindler, P. (2003). *Métodos de pesquisa em administração*. 7.ed. Porto Alegre: Bookman.
- Coradini, C., Sabino, M., & Costa, B. (2010). Teoria dos stakeholders: Estado-da-arte produzido no Brasil. In *XIII Seminários em Administração (SemeAd) da USP*, 1-13.
- Costa, B., Vieira, S., & Carmona, V. (2011). Stakeholder theory: Um estudo bibliométrico da produção científica mundial no turismo. In *VIII Seminário da Associação Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Turismo (Anptur)*, 1-12.
- Crilly, D., & Sloan, P. (2012). Enterprise logic: Explaining corporate attention to stakeholder from the 'inside-out'. *Strategic Management Journal*, 33(10), 1174-1193.
- Dentoni, D., Hospes, O., & Ross, R. (2012). Managing wicked problems in agribusiness: The role of multi-stakeholder engagements in value creation. *International Food and Agribusiness Management Review*, 15(B), 1-12.
- Deutsch, M. (1975). Equity, equality, and need: What determines which value will be used as the basis of distributive justice? *Journal of Social Issues*, 31, 137-149.
- Di Guardo, M., & Harrigan, K. (2012). Mapping research on strategic alliances and innovation: A co-citation analysis. *The Journal of Technology Transfer*, 37, 789-811.
- Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Drigo, M., & Mendes Neto, E. (2017). Estudo do comportamento do endividamento da empresa celulose Irani S.A.: Estudo temporal 2005-2015. *Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(2), 141-155.



- Dumitru, M., Guse, R., Feleaga, L., Mangiuc, D., & Feldioreanu, A. (2015). Marketing communications of value creation in sustainable organizations: The practice of integrated reports. *Amfiteatru Economic*, 17(40), 955-976.
- Faleye, O., & Trahan, E. (2011). Labor-friendly corporate practices: Is what is good for employees good for shareholders? *Journal of Business Ethics*, 101(1), 1-27.
- Fassin, Y. (2009). The stakeholder model refined. *Journal of Business Ethics*, 84(1), 113-135.
- Fassin, Y. (2012). Stakeholder management, reciprocity and stakeholder responsibility. *Journal Business Ethics*, 109(1), 83-96.
- Fassin, Y., Colle, S., & Freeman, R. (2015). Plant closing decisions: A stakeholder theory approach. In: *8<sup>th</sup> Annual Conference of the EuroMed Academy of Business*, 815-831.
- Favoreto, R., & Vieira, S. (2014). A produção internacional em RBV: Características gerais e tratativa dos recursos na pesquisa em organizações de menor porte. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 13(2), 25-37.
- Favoreto, R., Vieira, S., Shimada, A., & Ferreira, T. (2015). A convergência entre resource-based view e stakeholder theory: Análise dos acervos dos principais periódicos internacionais. In *XXXIX Encontro da Associação Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração (EnAnpad)*, 1-17.
- Fernandes, C., Ferreira, J., Raposo, M., Estevão, C., Peris-Ortiz, M., & Rueda-Armengot, C. (2017). The dynamic capabilities perspective of strategic management: A co-citation analysis. *Scientometrics*, 112, 529-555.
- Ferreira, M., Santos, J., Almeida, M., & Reis, N. (2014). Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980-2010. *Journal of Business Research*, 67(12), 2550-2558.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. London: Sage Publications.
- Flórez-Parra, J., López-López, M., & López-Hernández, A. (2014). Gobierno corporativo y sector público: Un estudio bibliométrico en las principales revistas ISI. *Innovar*, 24(51), 79-98.
- Franke, N., & Piller, F. (2004). Value creation by toolkits for user innovation and design: The case of the watch market. *The Journal of Product Innovation Management*, 21(6), 401-415.
- Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Massachusetts: Sage.
- Freeman, R. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421.
- Freeman, R. (2001). A stakeholder theory of the modern corporation. *Perspectives in Business Ethics*, 3(144), 38-48.
- Freeman, R. (2011). Some thoughts on the development of stakeholder theory. In Phillips, R. (2011). *Stakeholder theory: impact and prospects*. Editor Elgar.
- Freeman, R., Harrison, J., & Wicks, A. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. New Haven: Yale University Press.

- Freeman, R., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., & Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge/UK: Cambridge University Press.
- Freeman, R., Wicks, A., & Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and “the corporate objective revisited”. *Organization Science*, 15(3), 364-369.
- Friedman, A., & Miles, S. (2006). *Stakeholder: Theory and practice*. New York: Oxford University Press.
- Friedman, M. (1962/1982). *Capitalism and freedom*. The University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Frooman, J. (1999). Stakeholder influence strategies. *Academy of Management Review*, 24(2), 191-205.
- Galvão, C., Sawada, N., & Trevizan, M. (2004). Revisão sistemática. *Revista Latino-Americana de Enfermagem*, 12(3), 549-556.
- Garcia-Castro, R., & Aguilera, R. (2015). Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders. *Strategic Management Journal*, 36(1), 137-147.
- Garcia-Castro, R., Arino, M., & Canela, M. (2011). Over the long-run? Short-run impact and long-run consequences of stakeholder management. *Business & Society*, 50(3), 428-455.
- Garriga, E. (2014). Beyond stakeholder utility function: Stakeholder capability in the value creation process. *Journal Business Ethics*, 120(4), 489-507.
- George, G., & Prabhu, G. (2000). Developmental financial institutions as catalysts of entrepreneurship in emerging economies. *Academy of Management Review*, 25(3), 620-629.
- George, G., Mcgahan, A., & Prabhu, J. (2012). Innovation for inclusive growth: Towards a theoretical framework and a research agenda. *Journal of Management Studies*, 49(4), 661-683.
- Godfrey, P. (2005). Beyond stakeholder utility function: Stakeholder capability in the value creation process. *Journal Business Ethics*, 120(4), 489-507.
- Godfrey, P. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30, 777-798.
- Grönroos, C. (2008). Service logic revisited: Who creates value? And who co-creates? *European Business Review*, 20(4), 298-314.
- Grönroos, C., & Ravald, A. (2011). Service business logic: Implications for value creation and marketing. *Journal of Service Management*, 22(1), 5-22.
- Grönroos, C., & Voima, P. (2013). Critical service logic: Making sense of value creation and co-creation. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 41(2), 133-150.
- Hall, M., Millo, Y., & Barman, E. (2015). Who and what really counts? Stakeholder prioritization and accounting for social value. *Journal of Management Studies*, 52(7), 907-934.
- Hall, R. (1984) *Organizações: Estrutura e processos*. Rio de Janeiro: Prentice-Hall do Brasil.
- Harris, J., & Freeman, R. (2008). The impossibility of the separation thesis. *Business Ethics Quarterly*, 18(4), 541-548.

- Harrison, J., & Bosse, D. (2013). How much is too much? The limits to generous treatment of stakeholders. *Business Horizons*, 56(3), 313-322.
- Harrison, J., & Wicks, A. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97-124.
- Harrison, J., Bosse, D., & Phillips, R. (2009). Stakeholder theory and competitive advantage. *Academy of Management Proceedings*, Philadelphia, PA.
- Harrison, J., Bosse, D., & Phillips, R. (2010). Management for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 31(1), 58-74.
- Harrison, J., Freeman, R., & Abreu, M. (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.
- Helkkula, A., Kelleher, C., & Pihlström, M. (2012). Characterizing value as an experience: Implications for service researchers and managers. *Journal of Service Research*, 15(1), 59-75.
- Hill, C., & Jones, T. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Hillman, A., & Keim, G. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What is the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139.
- Hood, W., & Wilson, C. (2001). The literature of bibliometrics, scientometrics and informetrics. *Scientometrics*, 52(2), 291-314.
- Hörisch, J., Freeman, R., & Schaltegger, S. (2014). Applying stakeholder theory in sustainability management: Links, similarities, dissimilarities, and a conceptual framework. *Organization & Environment*, 27(4), 328-346, 2014.
- Horneaux Jr., F., Siqueira, J., Telles, R., & Corrêa, H. (2014). Análise dos stakeholders das empresas industriais do estado de São Paulo. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 49(1), 158-170.
- Ikeda, A., & Veludo-de-Oliveira, T. (2005). O conceito de valor para o cliente: Definições e implicações gerenciais em marketing. *Revista Eletrônica de Administração*, 11(2), 1-22.
- Järvenpää, H., & Mäkinen, S. (2007). Recognizing value creation potential: A bibliometric study of successful and unsuccessful technology. In: *345 e 47<sup>th</sup> IEEE*, New York/USA.
- Jensen, M. (2001/2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21. [Also published 2002 in *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256].
- Jones, T. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management*, 20(2), 404-437.
- Jones, T., & Wicks, A. (1999). Convergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 206-221.
- Karim, K., Suh, S., & Tang, J. (2016). Do ethical firms create value? *Social Responsibility Journal*, 12(1), 54-68.

- Koppius, O., Ozdemir, O., & Vander Laan, E. (2011). Beyond waste reduction. *Erasmus Research Institute of Management*, working paper ERS-2011-024-LIS, Rotterdam.
- Krikke, H. (2011). Impact of closed-loop network configurations on carbon footprints. *Resources, Conservation and Recycling*, 55(12), 1196-1205.
- Kull, A., Mena, J., & Korschun, D. (2016). A resource-based view of stakeholder marketing. *Journal of Business Research*, 69, 5553-5560.
- Kumar, S., & Malegeant, P. (2006). Strategic alliance in closed loop supply chain: A case of manufacturer and eco-non-profit organization. *Technovation*, 26(10), 1127-1135.
- Lages, L., Silva, G., Styles, C., & Pereira, Z. (2009). The NEP scale: A measure of network export performance. *International Business Review*, 18(4), 344-356.
- Laplume, A., Sonpar, K., & Litz, R. (2008). Stakeholder theory: Reviewing a theory that moves us. *Journal of Management*, 34(6), 1152-1189.
- Laursen, M., & Svejvig, P. (2016). Taking stock of project value creation: A structured literature review with future directions for research and practice. *International Journal of Project Management*, 34(4), 736-747.
- Li, N., Puumalainen, K., & Toppinen, A. (2014). Managerial perceptions of corporate social and financial performance in the global forest industry. *International Forestry Review*, 16(3), 319-338.
- Lin, G., & Lin, J. (2006). Ethical customer value creation: Drivers and barriers. *Journal of Business Ethics*, 67(1), 93-105.
- Lindfelt, L., & Tornroos, J. (2006). Ethics and value creation in business research: Comparing two approaches. *European Journal of Marketing*, 40(3), 328-351.
- Linnenluecke, M., & Griffiths, A. (2013). Firms and sustainability: Mapping the intellectual origins and structure of the corporate sustainability field. *Global Environmental Change*, 23(1), 382-391.
- Liston-Heyes, C., & Liu, G. (2013). A study of non-profit organisations in cause-related marketing: Stakeholder concerns and safeguarding strategies. *European Journal of Marketing*, 47(11), 1954-1974.
- MacDonald, C. (2009). A review of Managing for stakeholders: Survival, reputation, success. *Business Ethics Quarterly*, 19(4), 621-629.
- Macêdo, N., & Cândido, G. (2011). Identificação das percepções de responsabilidade social empresarial: Um estudo qualitativo a partir da aplicação do modelo conceitual tridimensional de performance social. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 5(1), 85-108.
- Macêdo, N., Gadelha, M., & Cândido, G. (2014). Apresentação da construção dos parâmetros à aplicação do modelo conceitual tridimensional de performance social de Carroll. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 7(2), 230-248.
- Maia, V., Carvalho, F., Klotzle, M., Pinto, A., & Motta, L. (2017). Fazer parte do índice de sustentabilidade empresarial implica em maior rentabilidade? *Revista de Finanças Aplicadas*, 8(1), 1-22.

- Maignan, I., & Ferrell, O. (2004). Corporate social responsibility and marketing: An integrative framework. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 32(1), 3-19.
- Mainardes, E., Alves, H., & Raposo, M. (2011). Stakeholder theory: Issues to resolve. *Management Decision*, 49(2), 226-252.
- Mainardes, E., Alves, H., Raposo, M. (2012). A model for stakeholder classification and stakeholder relationships. *Management Decision*, 50(10), 1861-1879.
- Margolis, J., & Walsh, J. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305.
- Marôco, J. (2011). *Análise estatística com a utilização do SPSS*. Lisboa: Pero Pinheiro.
- Martins, F., Ferreira-da-Silva, A., & Machado-Santos, C. (2014). Gestão dos stakeholders na captação de recursos nos hospitais filantrópicos e religiosos. *Revista de Administração Contemporânea*, 18(1), 65-85.
- Mascena, K., Fogaca, R., & Fischmann, A. (2012). Gestão de stakeholders: Análise dos fenômenos abordados nos estudos empíricos. In *XV Seminários em Administração (SemeAd) da USP*, 1-17.
- Mascena, K., Kim, J., Fischmann, A., & Corrêa, H. (2015). Priorização de stakeholders: Contribuição dos estudos teóricos e empíricos. *Revista de Administração da UFSM*, 8, 42-59.
- Matarazzo, D. (2007). *Análise financeira de balanços: Abordagem básica e gerencial*. 6. ed. São Paulo: Atlas.
- Matitz, Q., & Bulgacov, S. (2011). O conceito desempenho em estudos organizacionais e estratégia: Um modelo de análise multidimensional. *Revista de Administração Contemporânea*, 15(4), 580-607.
- Mattysens, P., Bocconcelli, R., Pagano, A., & Quintens, L. (2016). Aligning marketing and purchasing for new value creation. *Industrial Marketing Management*, 52(1), 60-73.
- Mcvea, J., & Freeman, R. (2005). A names-and-faces approach to stakeholder management: How focusing on stakeholders as individuals can bring ethics and entrepreneurial strategy together. *Journal of Management Inquiry*, 14(1), 57-69.
- Mendes, G., & Santos, D. (2018). Estrutura de capital, dinâmica da indústria e desempenho financeiro: A construção de um modelo de análise das firmas no Brasil. *Organizações em Contexto*, 14(27), 271-303.
- Miles, S. (2015). Stakeholder theory classification: A theoretical and empirical evaluation of definitions. *Journal of Business Ethics*, article in press, 1-23.
- Miller, K., Mcadam, M., & Mcadam, R. (2014). The changing university business model: A stakeholder perspective. *R&D Management*, 44(3), 265-287.
- Mineta, R., Nakamura, W., & Bastos, D. (2009). Utilização de sistemas de medição de desempenho para geração de valor ao acionista: Um estudo exploratório nos bancos brasileiros. *Revista Gestão Organizacional*, 2(1), 21-32.

- Mitchell, R., Agle, B., & Wood, D. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management*, 22(4), 853-886.
- Mitchell, R., Van Buren, H., Greenwood, M., & Freeman, R. (2015). Stakeholder inclusion and accounting for stakeholders. *Journal of Management Studies*, 52(7), 851-877.
- Mohammed, M. (2013). Conceptual framework for valuation of externalities in the context of corporate accountability: A literature review. In: *5<sup>th</sup> Annual Conference of the EuroMed Academy of Business*, 1-16.
- Molina, R., Ribeiro, H., & Costa, B. (2015). Características da produção acadêmica sobre stakeholders e accountability divulgadas no Scopus no período de 1996-2014. In *IV Simpósio Internacional de Gestão de Projetos, Inovação e Sustentabilidade (Singep)*, 1-16.
- Mollenkopf, D., Frankel, R., & Russo, I. (2011). Creating value through returns management: Exploring the marketing-operations interface. *Journal Operations Management*, 29(5), 391-403.
- Mouraviev, N., & Kakabadse, N. (2015). Public-private partnership's procurement criteria: The case of managing stakeholders' value creation in Kazakhstan. *Public Management Review*, 17(6), 769-790.
- Nerur, S., Rashed, A., & Natarajan, V. (2008). The intellectual structure of the strategic management field: An author co-citation analysis. *Strategic Management Journal*, 29(3), 319-336.
- Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate social performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Parent, M., & Deephouse, D. (2007). A case study of stakeholder identification and prioritization by managers. *Journal of Business Ethics*, 75(1), 1-23.
- Parmar, B., Freeman, R., Harrison, J., Wicks, A., Colle, S., & Purnell, L. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *Academy of Management Annals*, 4(1), 403-445.
- Pätäri, S., Jantunen, A., Kyläheiko, K., & Sandström, J. (2012). Does sustainable development foster value creation? Empirical evidence from the global energy industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(6), 317-326.
- Peixoto, F., Pains, M., Araújo, A., & Guimarães, T. (2016). Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: Um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. *Race*, 15(1), 39-66.
- Petticrew, M., & Roberts, H. (2006). *Systematic reviews in the social sciences: A practical guide*. Oxford: Blackwell.
- Phillips, R. (1997). Stakeholder theory and a principle of fairness. *Business Ethics Quarterly*, 7(1), 51-66.
- Phillips, R. (2003). Stakeholder legitimacy. *Business Ethics Quarterly*, 13(1), 25-41.
- Phillips, R. (2003). *Stakeholder theory and organizational ethics*. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.

- Pies, I., Beckmann, M., & Hielscher, S. (2010). Value creation, management competencies, and global corporate citizenship: An ordonomic approach to business ethics in the age of globalization. *Journal of Business Ethics*, 94(2), 265-278.
- Pies, I., Beckmann, M., & Hielscher, S. (2011). Competitive markets, corporate firms, and new governance: An ordonomic conceptualization. *Social Science Research Network*, 1-15.
- Pinto, R., Guerrazzi, L., Serra, B., & Kniess, C. (2016). A pesquisa em administração estratégica: Um estudo bibliométrico em periódicos internacionais de estratégia no período de 2008 a 2013. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 15(2), 22-37.
- Porter, M. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press: New York.
- Porter, M. (1985). *Competitive advantage*. New York: Free Press.
- Porter, M., & Kramer, M. (2006). Strategy & society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.
- Porter, M., & Kramer, M. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*. Disponível em: <<https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value>>. Acesso em: 13/12/2014.
- Post, J., Preston, L., & Sachs, S. (2002). *Redefining the corporation, stakeholder management and organizational wealth*. Stanford University Press: Stanford, CT.
- Prado, R., & Lopes, E. (2015). Negligência da omissão: De onde tu vens, pra onde tu vais? *Revista Brasileira de Marketing*, 14(2), 260-275.
- Queen, P. (2015). Enlightened shareholder maximization: Is this strategy achievable? *Journal Business Ethics*, 127(3), 683-694.
- Quevedo-Silva, F., Santos, E., Brandão, M., & Vils, L. (2016). Estudo bibliométrico: Orientações sobre sua aplicação. *Revista Brasileira de Marketing*, 15(2), 246-262.
- Ramos-Rodríguez, A., & Ruíz-Navarro, J. (2004). Changes in the intellectual structure of strategic management research: A bibliometric study of the Strategic Management Journal, 1980-2000. *Strategic Management Journal*, 25(10), 981-1004.
- Reed, M. (2008). Stakeholder participation for environmental management: A literature review. *Biological Conservation*, 141(10), 2417-2431.
- Ribeiro, H. (2016). Teoria dos stakeholders: Um estudo bibliométrico de sua produção acadêmica divulgada nos periódicos nacionais de 1999 a 2013. *Contextus: Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 14(1), 163-192.
- Ribeiro, H., Costa, B., Ferreira, M., & Serra, B. (2014). Produção científica sobre os temas governança corporativa e stakeholders em periódicos internacionais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(1), 95-114.
- Ribeiro, I., Serra, F., Marietto, M., & Serra, B. (2017). Strategic decision-making: Research mapping from exploratory factor analysis and multidimensional scaling. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 20(1), 91-112.
- Ritala, P., Hurmelinna-Laukkanen, P., & Natti, S. (2012). Coordination in innovation-generating business networks: The case of Finnish Mobile TV development. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 27(4), 324-334.

- Ritta, C., Jacomossi, F., Fabris, T., & Klann, R. (2017). Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de empresas brasileiras (2008-2014). *Enfoque: Referência Contábil*, 36(2), 115-130.
- Rossoni, L., & Guarido Filho, E. (2007). Cooperação interinstitucional no campo da pesquisa em estratégia. *Revista de Administração de Empresas*, 47(4), 74-88.
- Rother, E. (2007). Revisão sistemática x revisão narrativa. *Acta Paulista de Enfermagem*, 20(2), v-vi.
- Rowley, T. (1997). Moving beyond dyadic ties: A network theory of stakeholder influences. *Academy of Management Review*, 22(4), 887-911.
- Rumelt, R., Schendel, D., & Teece, D. (1991). Strategic management and economics. *Strategic Management Journal*, 12, 5-29.
- Ryan, C. (2002). Equity, management, power sharing and sustainability: Issues of the 'new tourism'. *Tourism Management*, 23(1), 17-26.
- Salvado, J., Ferreira, A., & Costa, C. (2014). Cocriação de valor: Uma perspectiva das agências de viagens independentes. *Revista Turismo & Desenvolvimento*, 4(21), 38-50.
- Sánchez-Riofrío, A., Guerras-Martín, L., & Forcadell, F. (2015). Business portfolio restructuring: A comprehensive bibliometric review. *Scientometrics*, 102(3), 1921-1950.
- Sarturi, G. (2015). Distribuição de valor para o stakeholder funcionário e o desempenho empresarial. In *XVIII Seminários em Administração (SemeAd)*, 1-14.
- Sarturi, G. (2016). *Distribuição de valor para o stakeholder funcionário e desempenho organizacional*. 118f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo/SP.
- Sarturi, G., & Mascena, K. (2017). Relação entre saliência de stakeholders e performance financeira. In *XLI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 1.
- Sarturi, G., & Mascena, K. (2017). Relação entre saliência de stakeholders e performance financeira. In *XLI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 1.
- Sarturi, G., Barakat, S., & Mascena, K. (2016). Fairness ou arms-length: Abordagens da gestão de stakeholders no setor bancário. In *XIX Seminários em Administração (SemeAd)*, 1-14.
- Sarturi, G., Barakat, S., Mascena, K., & Fischmann, A. (2017). Fairness ou arms-length: Abordagens da gestão de stakeholders no setor bancário. *Organizações e Sustentabilidade*, 4(2), 3-29.
- Sarturi, G., Boaventura, J., & Prestes Neto, M. (2017). Distribuição de valor para stakeholders: Uma análise da relação de distribuição de valor para o funcionário e desempenho organizacional. In *XLI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 1.
- Sarturi, G., Seravalli, C., & Boaventura, J. (2015). Afinal, o que é distribuir valor para os stakeholders? Uma análise bibliográfica sobre o tema. *Revista de Administração UFSM*, 8(edição especial), 92-113.



- Schenkel, M., Krikke, H., Caniëls, M., & Van der Laan, E. (2015). Creating integral value for stakeholders in closed loop supply chains. *Journal of Purchasing & Supply Management*, 21(3), 155-166.
- Schianoni, P., Moraes, M., de Castro, A., Santos, J. (2013). Stakeholders: Principais abordagens. *Revista de Ciências da Administração*, 15(37), 187-197,
- Schröder, L., & Bandeira-de-Mello, R. (2011). Relacionamento entre empresa e stakeholders: Um estudo de caso no setor eletroeletrônico. *Revista de Administração e Inovação*, 8(1), 148-168.
- Senra, K. (2015). Relação entre orientação para o mercado e criação de valor na teoria de marketing. *Revista de Administração IMED*, 5(1), 70-83.
- Serra, B., Tomei, P., & Serra, F. (2014). A pesquisa em tomada de decisão estratégica no alto escalão: Evolução e base intelectual do tema. *Revista de Ciências da Administração*, 16(40), 11-28.
- Serra, F., Pinto, R., Guerrazzi, L., & Ferreira, M. (2017). Organizational decline research review: Challenges and issues for a future research agenda. *Brazilian Administration Review*, 14(2), 1-27.
- Silva, S. (2011). Stakeholders, recursos e criação de valor. *Navus – Revista de Gestão e Tecnologia*, 1(1), 1-7.
- Siqueira, J., Pajanian, F., & Telles, R. (2015). Identificação e categorização dos stakeholders de um clube de futebol profissional brasileiro. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 14(3), 15-31.
- Smith, N., Drumwright, M., & Gentile, M. (2010). The new marketing myopia. *Journal of Public Policy & Marketing*, 27(1), 1-28.
- Sole, F., Carlucci, D., & Schiuma, G. (2010). Understanding organizational knowledge-based value creation dynamics: A systems thinking approach. *Business Performance Measurement and Management: New Contexts, Themes and Challenges*, 327-341.
- Sousa, F., & Zucco, A. (2016). Índice de sustentabilidade empresarial e geral de valor para os investidores. *Revista Capital Científico*, 14(1), 1-18.
- Sousa, F., Albuquerque, L., Rêgo, T., & Rodrigues, M. (2011). Responsabilidade social empresarial: Uma análise sobre a correlação entre a variação do índice de sustentabilidade empresarial e o lucro das empresas socialmente responsáveis que compõem esse índice. *Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 1(1), 52-68.
- Souza, T., Brighenti, J., Hein, N. (2016). Investimentos ambientais e desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas no índice de sustentabilidade empresarial. *Reuna*, 21(2), 97-114.
- Strand, R., & Freeman, R. (2015). Scandinavian cooperative advantage: The theory and practice of stakeholder engagement in Scandinavia. *Journal Business Ethics*, 127(1), 65-85.
- Sundaram, A., & Inkpen, A. (2004). The corporate objective revisited. *Organization Science*, 15(3), 350-363.

- Sweeney, J., & Soutar, G. (2001). Consumer perceived value: The development of a multiple item scale. *Journal of Retailing*, 77(2), 203-220.
- Szabo, V., Costa, B., & Ribeiro, H. (2014). Stakeholders e sustentabilidade: Produção científica internacional e nacional entre 1998 e 2011. *Revista Brasileira de Estratégia*, 7(2), 174-190.
- Tantalo, C., & Priem, R. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2), 314-329.
- Teixeira, E., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista de Contabilidade Financeira*, 22(55), 29-44.
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207-222.
- Uлага, W. (2003). Capturing value creation in business relationships: A customer perspective. *Industrial Marketing Management*, 32(8), 677-693.
- Unglaub, D. (2016). Fairness: evolução do constructo na teoria dos stakeholders. In *XIX Seminários em Administração (SemeAd)*, 1-12.
- Van Raan, A. (1997). Scientometrics: State-of-the-art. *Scientometrics*, 38(1), 205-218.
- Vasconcelos, Y., Yoshitake, M., & Nascimento, J. (2005). Fatores de prognóstico: Proposta de um modelo econométrico de avaliação de desempenho baseado em regressão logística. *Revista de Administração da UNIMEP*, 3(2), 1-23.
- Vazquez-Brust, D., Liston-Heyes, C., Plaza-Úbeda, J., & Burgos-Jiménez, J. (2010). Stakeholders pressures and strategic prioritisation: An empirical analysis of environmental responses in argentinean firms. *Journal of Business Ethics*, 91(2), 171-192.
- Vidal, N., Berman, S., & Van Buren, H. (2015). Stakeholder theory and value creation models in Brazilian firms. *Review of Business Management*, 17(55), 911-931.
- Vieira, S., Costa, B., & Cintra, R. (2012). Stakeholders analysis: Um novo campo de pesquisa no turismo. *Revista Brasileira de Pesquisa em Turismo*, 6(2), 21-33.
- Vieira, S., Costa, B., Oguido, W., & Cintra, R. (2011). Pesquisa no turismo utilizando a teoria dos stakeholders: Revisando a literatura. *Revista Ciências Administrativas*, 17(3), 796-818.
- Waddock, S., & Graves, S. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 40, 658-672.
- Walter, A., Ritter, T., & Gemünden, H. (2001). Value creation in buyer-seller relationships: Theoretical considerations and empirical results from a supplier's perspective. *Industrial Marketing Management*, 30(4), 365-377.
- Wayne Gould, R. (2012). Open innovation and stakeholder engagement. *Journal of Technology Management & Innovation*, 7(3), 1-11.
- Wegner, D., Agnes, J., Callado, A., & Callado, A. (2016). Cooperar vale a pena? Uma análise comparativa do desempenho de empresas em rede, participantes de franquias e empresas individuais. *Revista de Administração da UNIMEP*, 14(1), 80-113.

- Weitzner, D., & Deutsch, Y. (2015). Understanding motivation and social influence in stakeholder prioritization. *Organization Studies*, 36(10), 1337-1360.
- Windsor, D. (2010). The role of dynamics in stakeholder thinking. *Journal Business Ethics*, 96(1), 79-87.
- Wood, D. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, 16, 691-718.
- Xu, H., & Li, W. (2011). Analysis on impact of marketing dynamic capabilities' against the value of stakeholders: a case study based on Huawei. In *Proceedings of the 6<sup>th</sup> International Symposium on Corporate Governance*, 138-145.
- York, J., Sarasvathy, S., & Wicks, A. (2013). An entrepreneurial perspective on value creation in public-private ventures. *Academy Management Review*, 38(2), 307-309.
- Zott, C., Amit, R., & Massa, L. (2011). The business model: Recent developments and future research. *Journal of Management*, 37(4), 1019-1042.

## APÊNDICE A – BASE DA PESQUISA QUANTITATIVA (ESTUDO V)

Nome	Classe	Tipo Ativo	Código	Pais Sede	Setor Econômico	Ativo Total 2016 (mil)	Matriz de Materialidade	Relatórios Período	Tempo de Relatório	
1	Aco Altona	ON	Ação	EALT3	BR	Bens Industriais	244.566	1	2014-2016	3
2	Aliperti	ON	Ação	APTI3	BR	Consumo não Cíclico	425.034	0		
3	All Norte	ON	Ação	FRRN3B	BR	Bens Industriais	9.757.028	0		
4	Alpargatas	ON	Ação	ALPA3	BR	Consumo Cíclico	3.782.052	0		
5	Ambev	ON	Ação	ABEV3	BR	Consumo não Cíclico	83.841.418	1	2006-2016	11
6	Anima	ON	Ação	ANIM3	BR	Consumo Cíclico	1.387.852	0		
7	Arezzo Co	ON	Ação	ARZZ3	BR	Consumo Cíclico	907.148	1	2011-2012	2
8	Azevedo	ON	Ação	AZEV3	BR	Bens Industriais	159.365	0		
9	B2W Digital	ON	Ação	BTOW3	BR	Consumo Cíclico	10.241.349	1	2011-2016	6
10	Bahema	ON	Ação	BAHI3	BR	Consumo Cíclico	96.454	0		
11	Bardella	ON	Ação	BDLL3	BR	Bens Industriais	902.838	0		
12	Bic Monark	ON	Ação	BMKS3	BR	Consumo Cíclico	216.515	0		
13	Biosev	ON	Ação	BSEV3	BR	Consumo não Cíclico	10.288.597	1	2011-2016	6
14	Bk Brasil	ON	Ação	BKBR3	BR	Consumo Cíclico	1.428.462	0		
15	Bombril	ON	Ação	BOBR3	BR	Consumo não Cíclico	711.114	1	2014-2015	2
16	BR Home	ON	Ação	HCBR3	BR	Consumo Cíclico	309.894	0		
17	Brasílagro	ON	Ação	AGRO3	BR	Consumo não Cíclico	883.293	0		
18	BRF	ON	Ação	BRFS3	BR	Consumo não Cíclico	42.944.936	1	2008-2016	9
19	Cambuci	ON	Ação	CAMB3	BR	Consumo Cíclico	224.018	0		
20	CCR	ON	Ação	CCRO3	BR	Bens Industriais	24.555.847	1	2006-2016	11
21	Cedro	ON	Ação	CEDO3	BR	Consumo Cíclico	527.224	1	2010-2010	1
22	Cia Hering	ON	Ação	HGTX3	BR	Consumo Cíclico	1.528.691	1	2013-2016	4
23	Cinesystem	ON	Ação	CNSY3	BR	Consumo Cíclico	105.466	0		
24	Conc Rio Ter	ON	Ação	CRTE3B	BR	Bens Industriais	256.635	0		
25	Const A Lind	ON	Ação	CALI3	BR	Consumo Cíclico	46.246	0		
26	Contax	ON	Ação	CTAX3	BR	Bens Industriais	2.142.656	0		
27	Cosan Log	ON	Ação	RLOG3	BR	Bens Industriais	23.038.008	0		
28	Coteminas	ON	Ação	CTNM3	BR	Consumo Cíclico	3.338.866	0		
29	Cr2	ON	Ação	CRDE3	BR	Consumo Cíclico	230.247	0		
30	Csu Cardsyst	ON	Ação	CARD3	BR	Bens Industriais	354.459	0		
31	Ctc	ON	Ação	CTCA3	BR	Consumo Cíclico	812.958	0		
32	Cvc Brasil	ON	Ação	CVCB3	BR	Consumo Cíclico	3.328.429	0		
33	Cyrela Realt	ON	Ação	CYRE3	BR	Consumo Cíclico	11.879.699	0		
34	Direcional	ON	Ação	DIRR3	BR	Consumo Cíclico	4.089.767	0		
35	Dohler	ON	Ação	DOHL3	BR	Consumo Cíclico	641.824	0		
36	Dtcom-Direct	ON	Ação	DTCY3	BR	Bens Industriais	24.604	0		
37	Dufry AG	ON	Ação	DAGB33	BR	Consumo Cíclico	31.758.230	0		
38	Ecorodovias	ON	Ação	ECOR3	BR	Bens Industriais	6.603.407	1	2007-2016	10
39	Embraer	ON	Ação	EMBR3	BR	Bens Industriais	38.016.671	1	2009-2016	8
40	Encorpar	ON	Ação	ECPR3	BR	Consumo Cíclico	278.329	0		
41	Estacio Part	ON	Ação	ESTC3	BR	Consumo Cíclico	4.141.152	0		
42	Estrela	ON	Ação	ESTR3	BR	Consumo Cíclico	227.687	0		
43	Eternit	ON	Ação	ETER3	BR	Bens Industriais	842.448	1	2008-2016	9
44	Even	ON	Ação	EVEN3	BR	Consumo Cíclico	5.018.723	1	2008-2016	9
45	Excelsior	ON	Ação	BAUH3	BR	Consumo não Cíclico	69.969	0		
46	Eztec	ON	Ação	EZTC3	BR	Consumo Cíclico	3.516.165	0		
47	Forja Taurus	ON	Ação	FJTA3	BR	Bens Industriais	893.057	1	2013-2014	2
48	Fras-Le	ON	Ação	FRAS3	BR	Bens Industriais	1.202.304	0		

49	Gafisa	ON	Ação	GFS3	BR	Consumo Cíclico	5.210.089	1	2011-2011	1
50	Grazziotin	ON	Ação	CGRA3	BR	Consumo Cíclico	643.833.163	0		
51	Grendene	ON	Ação	GRND3	BR	Consumo Cíclico	3.253.820	0		
52	Guararapes	ON	Ação	GUAR3	BR	Consumo Cíclico	7.678.922	0		
53	Haga	ON	Ação	HAGA3	BR	Bens Industriais	57.554.674	0		
54	Helbor	ON	Ação	HBOR3	BR	Consumo Cíclico	5.359.180	0		
55	Hercules	ON	Ação	HETA3	BR	Consumo Cíclico	8.424	0		
56	Hoteis Othon	ON	Ação	HOOT3	BR	Consumo Cíclico	576.959	0		
57	Imc	ON	Ação	MEAL3	BR	Consumo Cíclico	1.503.408	0		
58	Ind Cataguas	ON	Ação	CATA3	BR	Consumo Cíclico	263.353	1	2011-2011	1
59	Inds Romi	ON	Ação	ROMI3	BR	Bens Industriais	1.084.120	1	2009-2013	5
60	Inepar	ON	Ação	INEP3	BR	Bens Industriais	2.285.555	0		
61	Inepar	ON	Ação	IVPR3B	BR	Bens Industriais	25.581.884	1	2009-2016	8
62	Iochp-Maxion	ON	Ação	MYPK3	BR	Consumo Cíclico	7.057.115	0		
63	JBS	ON	Ação	JBSS3	BR	Consumo não Cíclico	102.815.763	1	2012-2016	5
64	JHSF Part	ON	Ação	JHSF3	BR	Consumo Cíclico	4.750.550	0		
65	Joao Fortes	ON	Ação	JFEN3	BR	Consumo Cíclico	2.641.547	0		
66	Josapar	ON	Ação	JOPA3	BR	Consumo não Cíclico	1.667.337	0		
67	JSL	ON	Ação	JSLG3	BR	Bens Industriais	8.868.383	1	2010-2016	7
68	Karsten	ON	Ação	CTKA3	BR	Consumo Cíclico	314.602	1	2006-2015	10
69	Kepler Weber	ON	Ação	KEPL3	BR	Bens Industriais	763.805	1	2012-2015	4
70	Kroton	ON	Ação	KROT3	BR	Consumo Cíclico	17.601.065	1	2014-2016	3
71	Le Lis Blanc	ON	Ação	LLIS3	BR	Consumo Cíclico	3.179.649	0		
72	Localiza	ON	Ação	RENT3	BR	Consumo Cíclico	7.417.255	1	2016-2016	1
73	Locamerica	ON	Ação	LCAM3	BR	Consumo Cíclico	2.182.333	0		
74	Log-In	ON	Ação	LOGN3	BR	Bens Industriais	1.857.719	0		
75	Lojas Americ	ON	Ação	LAME3	BR	Consumo Cíclico	20.775.991	1	2013-2016	4
76	Lojas Marisa	ON	Ação	AMAR3	BR	Consumo Cíclico	2.644.049	0		
77	Lojas Renner	ON	Ação	LREN3	BR	Consumo Cíclico	6.475.212	1	2010-2016	7
78	M.Diasbranco	ON	Ação	MDIA3	BR	Consumo não Cíclico	5.681.045	0		
79	Maestroloc	ON	Ação	MSRO3	BR	Consumo Cíclico	121.582	0		
80	Magaz Luiza	ON	Ação	MGLU3	BR	Consumo Cíclico	6.100.606	1	2012-2016	5
81	Marcopolo	ON	Ação	POMO3	BR	Bens Industriais	4.968.269	1	2012-2015	4
82	Marfrig	ON	Ação	MRFG3	BR	Consumo não Cíclico	20.258.803	1	2010-2016	7
83	Melhor SP	ON	Ação	MSPA3	BR	Consumo Cíclico	1.632.577	0		
84	Mendes Jr	ON	Ação	MEND3	BR	Bens Industriais	959.574	1	2009-2013	5
85	Metal Leve	ON	Ação	LEVE3	BR	Consumo Cíclico	2.354.914	0		
86	Metalfrio	ON	Ação	FRIO3	BR	Bens Industriais	1.098.571	0		
87	Metisa	ON	Ação	MTSA3	BR	Bens Industriais	316.950.097	0		
88	Mills	ON	Ação	MILS3	BR	Bens Industriais	1.510.747	0		
89	Minasmaquinas	ON	Ação	MMAQ3	BR	Bens Industriais	154.500	0		
90	Minerva	ON	Ação	BEEF3	BR	Consumo não Cíclico	8.959.148	1	2011-2016	6
91	Minupar	ON	Ação	MNPR3	BR	Consumo não Cíclico	208.152	0		
92	Movida	ON	Ação	MOVI3	BR	Consumo Cíclico	2.789.713	0		
93	Mrs Logist	ON	Ação	MRSA3B	BR	Bens Industriais	7.572.805	1	2013-2013	1
94	MRV	ON	Ação	MRVE3	BR	Consumo Cíclico	12.419.105	1	2011-2016	6
95	Multiplus	ON	Ação	MPLU3	BR	Consumo Cíclico	1.751.446	1	2014-2016	3
96	Mundial	ON	Ação	MNDL3	BR	Consumo Cíclico	952.144	1	2013-2016	4
97	Nadir Figuei	ON	Ação	NAFG3	BR	Consumo Cíclico	612.488	0		
98	Natura	ON	Ação	NATU3	BR	Consumo não Cíclico	8.421.579	1	1999-2015	17
99	Nordon Met	ON	Ação	NORD3	BR	Bens Industriais	15.589	0		
100	Oderich	ON	Ação	ODER3	BR	Consumo não Cíclico	395.425	0		
101	P.Acucar-Cbd	ON	Ação	PCAR3	BR	Consumo não Cíclico	45.217.000	0		
102	PDG Realt	ON	Ação	PDGR3	BR	Consumo Cíclico	4.651.014	0		
103	Pettenati	ON	Ação	PTNT3	BR	Consumo Cíclico	422.858.379	0		

104	Plascar Part	ON	Ação	PLAS3	BR	Consumo Cíclico	581.418	0		
105	Pomifrutas	ON	Ação	FRTA3	BR	Consumo não Cíclico	92.735	0		
106	Portobello	ON	Ação	PTBL3	BR	Bens Industriais	1.237.360	0		
107	Priner	ON	Ação	PRNR3	BR	Bens Industriais	121.565	0		
108	Prumo	ON	Ação	PRML3	BR	Bens Industriais	7.808.106	0		
109	Randon Part	ON	Ação	RAPT3	BR	Bens Industriais	4.868.291	1	2008-2014	7
110	Recrusul	ON	Ação	RCSL3	BR	Bens Industriais	47.984	0		
111	Riosulense	ON	Ação	RSUL3	BR	Bens Industriais	166.643	0		
112	Rni	ON	Ação	RDNI3	BR	Consumo Cíclico	1.578.022	0		
113	Rossi Resid	ON	Ação	RSID3	BR	Consumo Cíclico	4.817.364	1	2009-2010	2
114	Rumo	ON	Ação	RAIL3	BR	Bens Industriais	23.031.314	1	2016-2016	1
115	Santanense	ON	Ação	CTSA3	BR	Consumo Cíclico	435.999	0		
116	Santos Brp	ON	Ação	STBP3	BR	Bens Industriais	1.893.843	1	2012-2016	5
117	Sao Martinho	ON	Ação	SMTO3	BR	Consumo não Cíclico	8.691.883	0		
118	Saraiva Livr	ON	Ação	SLED3	BR	Consumo Cíclico	1.333.877	0		
119	Sauipe	ON	Ação	PSEG3	BR	Consumo Cíclico	365.705	0		
120	Schulz	ON	Ação	SHUL3	BR	Bens Industriais	936.439	0		
121	Ser Educa	ON	Ação	SEER3	BR	Consumo Cíclico	2.018.564	0		
122	SLC Agricola	ON	Ação	SLCE3	BR	Consumo não Cíclico	5.453.376	0		
123	Smiles	ON	Ação	SMLS3	BR	Consumo Cíclico	2.098.198	1	2013-2013	1
124	Somos Educa	ON	Ação	SEDU3	BR	Consumo Cíclico	3.476.280	0		
125	Sondotecnica	ON	Ação	SOND3	BR	Bens Industriais	79.011	0		
126	Springs	ON	Ação	SGPS3	BR	Consumo Cíclico	2.629.673	0		
127	SPTuris	ON	Ação	AHEB3	BR	Consumo Cíclico	266.614	0		
128	Stara	ON	Ação	STTR3	BR	Bens Industriais	576.311	0		
129	Technos	ON	Ação	TECN3	BR	Consumo Cíclico	742.508	0		
130	Tecnisa	ON	Ação	TCSA3	BR	Consumo Cíclico	3.128.240	1	2008-2016	9
131	Tecnosolo	ON	Ação	TCNO3	BR	Bens Industriais	243.385	0		
132	Tectoy	ON	Ação	TOYB3	BR	Consumo Cíclico	28.299	0		
133	Tegma	ON	Ação	TGMA3	BR	Bens Industriais	828.122	0		
134	Teka	ON	Ação	TEKA3	BR	Consumo Cíclico	949.582	0		
135	Tenda	ON	Ação	TEND3	BR	Consumo Cíclico	1.862.149	0		
136	Terra Santa	ON	Ação	TESA3	BR	Consumo não Cíclico	2.102.087	0		
137	Tex Renaux	ON	Ação	TXRX3	BR	Consumo Cíclico	183.946	0		
138	Time For Fun	ON	Ação	SHOW3	BR	Consumo Cíclico	538.390	0		
139	Trevisa	ON	Ação	LUXM3	BR	Bens Industriais	187.566	0		
140	Trisul	ON	Ação	TRIS3	BR	Consumo Cíclico	871.065	0		
141	Triunfo Part	ON	Ação	TPIS3	BR	Bens Industriais	4.974.355	1	2012-2016	5
142	Tupy	ON	Ação	TUPY3	BR	Bens Industriais	4.769.806	0		
143	Unicasa	ON	Ação	UCAS3	BR	Consumo Cíclico	233.720	0		
144	Valid	ON	Ação	VLID3	BR	Bens Industriais	2.074.697	1	2011-2012	2
145	Viavarejo	ON	Ação	VVAR3	BR	Consumo Cíclico	17.527.000	1	2014-2016	3
146	Viver	ON	Ação	VIVR3	BR	Consumo Cíclico	984.399	0		
147	Vulcabras	ON	Ação	VULC3	BR	Consumo Cíclico	1.078.668	0		
148	Weg	ON	Ação	WEGE3	BR	Bens Industriais	13.509.331	1	2010-2016	7
149	Wetzel	ON	Ação	MWET3	BR	Bens Industriais	195.649	0		
150	Whirlpool	ON	Ação	WHRL3	BR	Consumo Cíclico	6.569.138	1	2009-2016	8
151	Wilson Sons	ON	Ação	WSON33	BR	Bens Industriais	3.379.128	1	2007-2016	10
152	Wlm Ind Com	ON	Ação	WLMM3	BR	Bens Industriais	518.539	0		

	RentAt 2001	RentAt 2002	RentAt 2003	RentAt 2004	RentAt 2005	RentAt 2006	RentAt 2007	RentAt 2008	RentAt 2009	RentAt 2010	RentAt 2011	RentAt 2012	RentAt 2013	RentAt 2014	RentAt 2015	RentAt 2016
1	-16,9	-37,5	-11,7	-2,4	7,0	21,4	9,4	13,5	1,4	2,5	3,7	3,0	3,5	2,5	0,0	-0,7
2	4,6	7,0	6,9	6,6	3,5	-2,2	2,4	2,1	1,9	2,0	2,1	3,3	1,7	1,7	0,7	-3,5
3	-9,4	-14,4	-8,5	-13,1	-8,0	-14,6	6,3	0,2	10,2	10,1	9,4	8,4	6,2	2,4	2,6	1,1
4	4,3	5,2	8,9	9,0	14,5	12,0	9,0	9,6	8,0	13,8	12,7	10,2	9,2	7,9	7,0	9,5
5	7,1	11,8	9,5	3,5	4,6	7,8	8,1	8,2	14,9	17,9	18,9	19,7	16,5	17,1	14,3	15,6
6												9,0	3,9	16,9	5,5	1,5
7									20,5	24,1	17,9	15,2				
8	-6,6	-7,3	-10,2	-11,5	-5,0	-4,0	0,3	0,9	10,7	10,5	5,9	6,1	5,0	4,5	0,7	-25,0
9						0,6	3,4	2,5	2,0	1,0	-2,2	-3,6	-2,4	-2,1	-4,2	-4,7
10	4,0	-11,3	25,4	30,0	11,9	3,2	51,1	-0,5	48,6	51,1	-3,9	-3,8	-5,8	10,8	-1,8	4,5
11	1,6	4,0	0,5	1,9	-0,7	3,2	2,2	1,9	2,1	1,6	4,6	-3,5	-5,1	0,9	-1,1	-11,2
12	11,1	12,2	5,8	5,5	4,4	4,3	2,9	5,0	3,6	36,2	9,5	4,6	3,8	5,7	5,5	7,4
13													-7,1	-15,2	-5,3	-2,6
14																-6,5
15	10,7	26,0	-327,4	-139,6	1,4	-53,1	21,2	1,5	74,6	4,2	-2,8	-3,4	-21,7	-7,6	-53,7	
16														7,7	-2,6	-17,1
17							-0,1	1,4	0,7	-3,0	4,9	-1,3	1,3	-0,8	24,5	-4,1
18	6,9	0,3	4,4	11,7	9,9	2,6	5,0	0,5	0,5	2,9	4,6	2,7	3,3	6,2	7,8	-0,9
19	-14,3	-72,8	-4,6	-27,3	-5,4	-1,5	-5,3	-2,4	42,6	5,3	2,9	-4,7	0,1	5,1	-10,3	-14,9
20	-3,7	-5,3	8,0	9,1	14,8	14,4	14,0	11,5	7,1	5,3	7,1	8,3	9,7	7,8	3,6	6,7
21	5,4	3,8	3,5	7,8	7,5	-6,2	-1,3	7,1	1,6	2,4						
22	-8,9	-17,4	1,7	-2,6	6,3	3,5	2,7	5,4	17,5	23,7	26,8	26,3	24,5	22,3	19,1	13,0
23																-0,4
24	6,2	8,3	8,3	15,9	17,7	19,9	22,6	23,4	22,0	19,1	25,3	24,2	21,1	18,7	11,6	13,9
25	7,5	3,3	-0,4	-4,3	-0,8	1,2	-24,8	-57,4	-5,4	-37,8	-26,9	10,5	54,3	18,9	26,5	9,1
26				-4,4	13,9	12,2	7,6	9,3	12,3	7,9	0,9	2,0	3,9	3,6	-8,7	-3,5
27													6,3	5,1	-0,7	-3,2
28	6,0	9,2	8,8	8,4	4,2	0,7	-11,2	-3,0	0,8	0,3	-11,1	-4,4	-0,8	-2,8	-2,3	-4,3
29							-1,2	6,6	1,9	5,5	1,9	-3,5	-1,5	-8,7	-11,5	-22,2
30					10,3	-7,4	-3,3	3,1	6,4	10,6	6,8	6,6	0,1	3,2	5,1	9,8
31																
32												1,2	5,4	6,3	6,2	5,9
33	6,4	9,1	5,5	7,2	8,1	8,8	9,5	4,3	7,8	5,7	4,4	5,6	6,2	6,2	4,7	2,1
34						13,3	11,1	11,7	7,9	9,9	7,4	7,6	6,9	5,9	4,0	0,0
35	6,5	7,1	5,0	5,3	-1,1	-1,0	0,3	2,1	1,3	2,5	4,6	3,8	6,9	6,8	4,4	2,4
36	-112,3	-51,1	-35,5	-60,8	-71,7	-43,7	-42,9	-34,8	-12,7	-3,0	-8,8	0,0	-8,1	-7,2	-2,3	-0,5
37								3,5	4,0	6,4	3,9	4,2	3,2	1,1	-0,3	0,3
38			7,8	7,7	11,1	10,4	11,6	6,8	6,6	14,3	9,3	6,9	6,1	7,1	1,5	-14,4
39	14,3	10,5	4,6	8,9	4,3	3,9	4,3	2,1	5,8	4,3	1,0	3,6	3,3	3,0	0,6	1,6
40	6,4	6,0	4,4	8,2	15,8	-5,2	-0,2	8,4	0,2	3,9	21,2	-4,6	4,3	-14,6	-20,6	-30,7
41							4,8	5,9	9,7	10,0	6,6	8,8	11,4	12,1	11,1	8,9
42	0,7	3,4	-2,5	-18,3	-33,4	1,1	-15,3	-20,1	-21,5	-33,8	-32,3	-14,9	-19,5	-11,0	-20,0	-27,4
43	11,8	15,2	8,9	10,2	10,8	11,4	12,5	21,0	13,3	15,4	14,0	13,9	12,3	9,5	3,2	-4,5
44					2,5	6,8	3,3	4,2	6,0	7,9	6,7	7,2	6,8	5,6	2,9	0,8
45	-6,1	-11,7	1,3	1,8	0,7	-2,7	-3,8	-7,2	-1,8	-15,2	5,6	10,4	22,3	19,3	10,1	11,0
46						2,7	5,0	11,0	14,4	17,8	18,6	15,8	20,7	13,9	13,5	6,6
47	11,3	7,8	10,4	6,1	4,1	6,1	7,5	6,8	5,9	7,0	3,3	-10,5	-6,8	-18,9		
48	7,9	9,8	14,6	15,4	11,4	14,5	11,2	5,5	8,3	7,0	5,7	2,8	4,3	4,8	5,4	5,4
49	2,8	5,8	5,7	2,3	2,8	3,1	4,1	2,0	3,7	4,6	-9,5					
50	8,9	4,9	7,7	13,2	7,9	10,9	13,5	15,3	12,3	8,4	8,4	8,3	9,7	10,1	7,8	9,9
51			22,1	6,4	7,4	9,5	8,6	14,9	15,4	15,6	14,9	18,8	18,3	18,1	17,7	19,5
52	6,3	8,0	4,7	10,0	5,3	11,6	9,6	6,9	9,4	10,7	9,8	8,6	8,8	8,1	5,0	4,1
53	-60,0	-54,7	-70,7	-63,3	-45,3	-59,8	-28,4	8,7	8,3	10,0	17,7	23,6	7,2	10,5	6,1	5,7
54				11,6	8,5	6,1	1,4	5,9	7,6	8,7	8,1	7,9	6,2	4,2	1,4	-1,9
55	-70,5	-74,6	-91,3	-79,4	7,5	-29,9	-28,2	-88,0	-21,8	-96,0	-266,5	-483,9	-567,3	1.188,9	-91,1	36,1
56	-6,8	-3,7	-10,2	-8,2	-10,1	-6,2	-4,5	-4,7	1,2	-3,1	-9,2	-5,4	20,9	-0,2	-4,2	-0,7
57														-0,4	-4,4	-5,1
58	1,2	-1,7	0,7	4,1	6,2	5,1	5,4	4,3	6,9	5,6	5,0					
59	5,7	7,8	13,8	14,9	15,8	9,1	7,9	6,8	0,7	3,7	0,2	-2,3	0,1			
60	-9,6	-18,9	-8,3	2,8	-0,3	-0,7	0,8	7,6	-2,2	1,3	-0,2	-1,8	-5,7	-27,9	-8,8	-32,0
61	5,0	5,0	18,1	17,6	21,3	21,5	19,7	24,5	0,1	-0,3	-1,2	0,1	0,7	-1,8	-5,9	-0,9
62	4,4	-7,3	-1,3	8,1	10,7	8,3	8,4	18,9	4,0	7,9	9,0	1,8	3,5	1,9	1,5	1,3

63				6,8	3,9	4,6	-2,0	0,1	0,3	-0,6	-0,7	1,5	1,6	2,9	4,2	0,7			
64								5,3	9,4	8,2	9,9	8,7	5,6	6,0	0,7	1,7	-5,3		
65	1,5	1,6	1,2	0,6	1,4	2,6	-0,3	-1,2	10,6	7,4	3,9	1,0	1,5	-8,2	-9,3	-17,3			
66	-4,8	-5,8	3,5	6,6	6,8	6,0	5,8	5,2	1,2	1,4	2,2	3,2	1,8	1,9	1,9	2,2			
67										3,3	3,2	1,5	1,7	1,6	1,0	0,5	-2,1		
68	2,1	6,5	4,1	4,8	1,3	-11,1	5,2	-13,8	3,0	4,3	-19,0	-0,6	-10,5	-33,7	-17,9				
69	7,7	6,8	8,9	7,5	-9,1	-80,0	-2,4	-0,8	-0,7	4,6	4,3	5,3	9,2	15,6	0,8				
70										-3,3	5,7	-0,9	-2,7	1,3	5,3	12,7	6,5	8,4	10,6
71										17,3	7,4	3,1	13,5	6,9	1,2	-1,9	-0,1	-0,5	-1,9
72				11,6	8,9	7,7	8,8	6,6	4,0	7,6	7,3	6,0	8,4	7,2	6,6	5,5			
73										1,6	2,4	0,3	1,3	1,8	1,2	2,2			
74						13,7	8,0	10,6	-0,8	1,6	-5,2	-1,3	0,3	-3,9	-16,1	5,1			
75	3,7	6,3	6,4	3,4	6,7	3,0	2,6	1,8	2,6	4,1	3,2	3,1	2,8	2,1	0,3	0,1			
76						0,0	3,3	3,3	9,4	10,1	7,3	9,4	3,3	1,7	-1,3	-3,3			
77	-5,3	-16,2	8,8	7,1	7,6	8,2	11,3	10,4	9,9	12,5	11,3	9,4	9,0	8,9	9,9	9,7			
78				3,4	3,9	5,0	7,2	4,8	9,1	15,3	14,9	12,0	13,7	13,5	13,4	11,8	13,8		
79															1,9	-8,6	10,5		
80										1,8	0,2	-0,1	2,4	2,4	-1,2	1,4			
81	4,9	5,2	7,5	7,2	6,5	8,4	6,6	5,6	5,5	9,8	10,2	8,6	7,1	5,0	1,8				
82				7,4	5,0	3,7	2,0	-0,3	6,0	0,6	-3,1	-0,9	-5,0	-3,6	-2,6	-3,1			
83	-1,8	-2,0	0,6	0,3	-4,6	0,1	-1,2	2,2	14,8	-2,3	-0,3	0,2	-0,4	2,1	-5,6	14,9			
84	0,2	-1,2	0,0	-3,5	-2,9	4,8	4,8	6,5	5,6	8,7	6,3	-6,0	-3,0						
85	18,2	22,6	20,5	18,6	11,0	10,4	9,3	3,6	4,0	3,2	7,1	7,6	8,0	7,7	6,9	0,2			
86						6,7	0,2	-10,5	5,1	8,0	1,2	1,4	-1,6	-5,8	-8,4	2,8			
87	13,3	15,7	17,1	18,2	11,7	12,8	15,0	17,8	14,8	7,7	6,2	8,5	6,5	4,9	4,0	4,2			
88									15,5	11,2	7,2	9,1	9,6	3,4	-6,0	-6,6			
89	2,7	2,5	5,3	11,2	11,2	14,4	11,7	14,8	8,3	5,7	7,3	6,1	6,3	12,5	5,5	7,4			
90				1,3	2,5	6,0	2,5	-10,8	3,2	0,9	1,2	-4,6	-6,3	-5,8	-9,6	2,2			
91	-2,9	-64,2	-11,5	-22,5	-24,1	24,9	-8,0	-2,3	-65,9	-14,7	-4,6	-82,6	-26,7	-1,1	-5,2	-6,4			
92														0,3	2,6	1,4			
93	-13,8	-14,4	23,8	12,8	20,2	22,1	17,6	14,2	12,6	9,2	9,1	7,2	7,1						
94						3,4	2,3	9,4	8,6	9,9	8,9	5,2	4,4	6,9	5,2	4,7			
95										-2,8	8,4	21,0	17,2	15,1	19,4	26,7	29,3		
96	1,2	1,7	-11,7	2,8	-3,7	0,7	0,4	0,9	-1,9	1,2	-4,5	-0,7	0,5	-3,5	-5,8	-4,3			
97	5,1	3,4	3,4	7,0	3,1	6,0	6,5	5,3	4,4	3,7	3,7	1,2	1,0	2,5	1,2	5,2			
98				8,8	29,5	29,0	29,7	23,6	24,5	24,9	23,1	21,9	16,0	13,6	10,3	5,6	3,7		
99	-6,7	-11,5	-7,4	-4,5	-4,3	-9,5	-12,1	-0,8	-16,2	-13,7	-79,0	-30,2	-34,6	-84,6	-174,9	-70,8			
100	6,2	2,3	1,6	5,4	-1,3	-2,5	-0,2	0,0	3,2	-1,5	-5,7	2,5	4,2	1,6	-0,3	11,2			
101	3,4	2,7	2,5	3,1	1,8	-2,3	1,6	1,9	3,4	2,3	2,1	3,3	3,7	3,9	-0,6	-2,4			
102						4,2	3,5	6,6	5,5	5,1	4,1	-13,6	-0,9	-3,0	-25,9	-116,8			
103	5,1	-12,2	-0,5	1,5	-1,8	8,7	-	1,4	3,2	-0,3	-2,6	-1,3	2,3	3,2	6,2	6,3			
104	-6,4	-29,6	-14,4	-10,1	-0,7	11,8	10,1	2,5	1,4	1,0	1,2	-5,8	-8,0	-9,3	-31,1	-43,4			
105	0,2	1,3	4,2	1,8	-12,6	0,2	-8,7	-3,1	-13,8	-17,4	-11,8	-14,7	5,7	-6,8	-28,2	-19,8			
106	-3,8	-9,3	0,3	1,2	-5,9	-8,6	-9,7	-2,1	3,7	5,7	4,2	9,4	10,0	8,3	3,9	0,2			
107																5,2			
108							47,8	-6,8	-3,8	-1,6	-2,3	-1,0	-2,7	-0,7	-2,9	-3,0			
109	4,5	5,2	14,2	18,2	14,0	13,5	13,6	13,7	8,1	9,5	9,5	2,3	6,3	5,1					
110	-20,2	-43,1	-38,0	-47,9	-43,8	-70,0	-42,4	1,7	-10,9	-7,1	-43,1	-16,0	-8,0	-115,0	-48,6	-62,2			
111	2,5	0,9	2,6	3,0	2,8	1,6	3,9	-14,3	-8,9	-2,4	-1,5	-8,5	-3,2	3,8	-34,4	-9,4			
112						1,3	5,3	8,0	1,9	3,3	2,9	4,8	6,0	3,9	0,6	-4,8			
113	-2,2	1,2	-0,5	2,7	3,3	2,9	5,9	4,1	4,9	3,7									
114	0,0	0,5	0,7	7,0	6,4	0,9	2,2	1,5	0,3	1,9	1,8	1,4	0,1	-12,8	-7,9	-4,6			
115	-2,7	-7,3	-20,8	10,0	16,6	2,4	2,2	13,3	7,3	7,4	7,1	9,9	8,5	0,2	-5,0	-0,7			
116							1,9	3,0	2,0	5,5	10,2	12,4	11,6	4,2	-0,9	-1,1			
117								-3,2	3,2	3,6	3,0	1,0	2,8	3,5	2,6	3,0			
118	5,4	6,1	5,7	6,5	13,8	11,2	13,4	10,6	6,3	5,5	4,9	5,8	1,0	0,3	5,4	-3,7			
119	-69,7	-46,6	-69,2	0,8	-87,2	-64,1	-34,9	-45,3	-179,8	-72,5	-38,5	-55,9	-2,0	-6,2	-6,5	-8,0			
120	0,9	0,9	2,3	4,6	4,7	3,8	8,1	-2,9	6,8	6,8	5,9	5,3	6,4	5,3	4,8	3,3			
121										16,9	11,0	16,9	14,5	17,1	8,7	11,4			
122						-1,0	3,7	2,9	0,7	1,9	4,5	1,0	2,3	1,6	2,3	0,3			
123												0,0	10,7						
124										1,1	2,7	5,3	2,4	1,7	-16,5	-2,1			
125	13,6	4,7	3,6	2,1	14,4	9,5	9,6	11,6	12,9	6,7	6,7	46,6	10,3	9,8	-12,0	-7,0			
126						-8,2	-13,4	-11,4	1,6	-0,7	-15,2	-5,8	-2,2	-1,2	0,9	-0,2			
127	1,6	-3,1	-10,0	-4,7	-9,9	-9,9	-2,6	-0,4	1,9	2,0	-1,5	0,4	0,1	1,6	-3,8	-25,7			
128																4,3			
129										11,3	19,2	12,6	3,8	5,8	2,8	-0,3			
130							3,1	5,8	5,9	6,4	3,7	-4,1	6,1	4,4	7,9	-14,6			



131	3,2	0,5	0,2	6,9	0,5	2,4	0,0	1,4	1,5	-5,3	3,7	-44,4	3,4	2,7	0,2	-0,3
132	-52,3	-63,5	-44,2	-16,2	-2,1	-19,2	-5,1	-29,1	-66,7	-7,5	-12,0	-16,7	-6,6	-45,4	-114,5	-31,3
133						37,1	8,7	9,0	13,1	18,7	10,4	7,3	3,3	-2,2	1,1	1,7
134	1,8	-12,2	-26,7	-18,0	-14,2	-18,7	-17,2	-40,5	-13,5	-25,1	-38,3	12,1	-18,6	-16,7	-14,8	-14,1
135						4,2	-0,8	-2,5	2,7	3,8	-18,9	-3,7	-3,4	-6,7	1,6	2,5
136						-8,2	-6,5	-39,5	-16,1	-1,7	-6,6	-4,7	-9,5	-3,0	-6,7	-7,0
137	1,3	-28,9	-4,8	-0,1	-93,7	-51,3	-35,8	-45,3	-13,5	-8,3	-6,0	-21,2	-16,2	-30,4	-81,5	-46,1
138										7,7	9,1	-0,6	-2,2	-14,6	2,5	4,8
139	1,7	-12,1	3,1	3,4	1,1	0,7	1,9	-4,7	2,9	2,5	5,1	3,3	3,0	2,6	4,9	4,8
140							2,9	1,0	4,7	2,2	-2,3	1,9	4,8	3,5	2,6	0,3
141	-0,6	-1,4	1,0	2,9	0,5	-4,2	-0,7	-5,0	3,2	1,0	0,3	10,1	-1,6	-8,5	2,3	-6,7
142	1,7	-4,3	0,6	1,0	-7,2	1,9	6,5	8,3	7,2	6,4	5,9	1,7	1,9	1,8	3,8	-3,8
143											22,4	15,4	5,3	-0,9	4,9	-10,4
144					22,0	23,3	21,2	8,2	10,7	11,6	12,2	9,3				
145	3,0	2,4	0,2	3,0	3,1	3,4	3,2	0,7	-12,9	-0,7	0,9	2,7	8,5	5,9	0,1	-0,5
146						-9,0	-4,2	-4,5	0,7	2,7	-3,7	-18,0	-14,2	-15,2	-20,0	-35,4
147	0,1	-27,8	-3,8	0,1	4,3	7,0	-0,9	12,0	8,6	7,5	-20,4	-22,4	-10,0	-5,7	-4,0	3,3
148	13,3	12,5	16,0	16,3	11,3	13,4	11,9	9,9	10,4	7,1	6,7	7,5	8,3	8,2	8,2	8,3
149	1,0	1,1	-9,7	4,4	1,0	3,7	3,8	5,9	-5,0	-0,4	-0,7	-7,7	2,2	-18,3	-38,1	-10,8
150	2,9	6,3	2,3	0,3	2,1	8,2	12,7	17,8	9,1	13,1	7,1	10,3	12,5	11,5	4,4	4,8
151								7,7	11,1	7,5	3,3	3,8	4,1	3,5	2,9	8,7
152	-6,4	-0,3	-4,9	45,5	1,8	3,2	4,5	20,0	5,4	9,7	6,8	5,3	2,8	2,1	0,8	-3,7

	Receita 2001	Receita 2002	Receita 2003	Receita 2004	Receita 2005	Receita 2006	Receita 2007	Receita 2008	Receita 2009	Receita 2010	Receita 2011	Receita 2012	Receita 2013	Receita 2014	Receita 2015	Receita 2016	
1	41.541	48.984	67.074	108.813	153.024	158.701	167.721	198.155	123.097	145.891	172.191	183.783	180.363	171.325	146.637	117.687	
2	29.016	44.705	53.410	42.272	50.390	46.287	54.168	62.661	62.495	70.636	72.227	79.768	68.979	68.443	64.753	33.710	
3	128.225	234.408	350.907	391.996	483.782	400.420	463.187	789.461	1.021.951	1.092.708	1.178.421	1.521.823	1.816.878	2.033.468	2.476.105	2.592.546	
4	791.001	891.002	1.049.402	1.190.886	1.356.997	1.358.447	1.289.557	1.658.790	2.005.239	2.239.156	2.574.700	3.006.982	3.425.959	3.711.162	4.126.254	4.054.404	
5	6.525.585	7.325.302	8.683.767	12.006.812	15.958.565	17.613.657	19.648.220	20.899.468	23.194.048	25.233.310	27.126.719	32.231.027	34.791.391	38.079.786	46.720.141	45.602.561	
6												323.689	461.292	693.506	856.620	960.434	
7									412.063	571.525	678.907	860.335					
8	57.183	61.738	70.227	58.254	124.227	182.415	132.696	279.888	417.781	327.356	187.672	218.242	287.589	332.742	288.380	122.302	
9							145.599	2.502.347	3.116.911	3.792.874	4.073.569	4.232.137	4.812.439	6.088.500	7.963.835	9.013.779	8.601.311
10						805	2.565										
11	252.241	168.118	175.048	280.907	333.513	269.580	306.975	510.438	710.098	828.302	610.185	393.184	424.949	478.936	446.432	264.736	
12	89.323	96.296	94.270	105.257	100.206	62.698	47.331	37.874	31.385	30.141	34.572	35.460	34.557	32.648	20.613	19.405	
13												3.188.711	3.415.045	3.053.885	4.795.826	5.452.756	
14																1.393.284	
15	368.008	468.814	363.213	447.756	648.715	646.473	645.601	745.374	834.215	804.924	845.814	984.038	1.159.975	1.152.727	1.091.476		
16														685.720	732.651	683.473	
17						166	250	4.587	5.712	37.758	82.616	111.352	43.547	79.829	100.097	62.719	
18	2.433.703	2.917.379	3.825.194	4.883.254	5.145.176	5.209.758	6.633.363	11.393.030	15.905.776	22.681.253	25.706.238	28.517.383	30.521.246	29.006.843	32.196.601	33.732.866	
19	106.233	113.796	114.828	124.068	136.305	134.953	146.360	214.541	222.921	247.758	278.773	274.172	283.287	283.864	285.919	276.389	
20	870.295	1.000.337	1.139.168	1.463.150	1.954.354	2.144.972	2.353.016	2.734.214	3.089.337	4.657.256	5.134.296	5.767.698	6.016.558	7.397.194	8.478.865	9.996.067	
21	232.053	305.564	324.021	415.781	367.871	308.097	352.339	404.209	357.979	494.341							
22	338.206	312.612	297.723	334.190	320.295	329.976	369.243	514.916	720.948	1.013.486	1.353.233	1.491.316	1.679.779	1.678.294	1.588.889	1.475.137	
23															83.244	94.373	
24	41.504	43.772	45.017	57.194	63.304	70.827	76.970	89.831	100.256	149.112	177.263	202.679	217.903	213.250	209.489	193.904	
25	13.362	14.959	13.825	14.775	23.798	36.549	16.773	9.574	9.784	8.870	18.686	32.496	43.021	45.025	45.507	27.147	
26				654.616	1.044.787	1.218.583	1.365.815	1.774.728	2.161.019	2.397.996	2.956.199	3.619.013	3.617.962	3.452.231	3.209.384	2.042.605	
27													749.348	915.441	4.037.923	5.014.555	
28	727.633	901.667	1.118.567	1.421.985	1.359.782	3.571.143	3.774.419	3.158.883	2.665.969	2.615.112	1.739.039	2.045.150	2.398.140	2.449.583	2.577.862	2.658.850	
29						857	39.783	230.739	300.099	434.070	195.616	157.399	109.380	19.713	29.446	17.094	
30					313.644	328.953	318.640	363.811	394.832	383.310	397.603	372.976	352.801	397.276	463.570	465.825	
31																97.670	
32												623.361	641.189	714.535	881.879	1.063.929	
33	154.133	147.557	130.864	217.079	688.848	1.116.681	1.707.309	2.847.441	4.087.825	4.890.105	6.126.781	5.837.953	5.371.882	5.817.927	4.341.184	3.195.310	
34						63.427	104.379	263.157	377.613	781.907	1.072.312	1.367.773	1.743.929	1.835.613	1.569.577	1.358.078	
35	162.684	191.555	227.402	252.029	205.223	190.993	190.769	196.081	204.986	246.601	301.088	313.678	368.302	396.303	398.264	429.173	
36	2.530	9.124	8.650	8.927	12.341	15.596	13.233	13.062	15.092	12.422	11.149	12.061	12.441	12.479	13.603	14.915	
37								3.573.267	4.355.316	4.406.938	5.009.541	6.580.804	8.394.391	10.787.894	21.800.963	27.490.512	
38			85.669	324.484	528.245	570.271	643.322	831.276	1.002.699	1.427.608	1.827.371	2.409.107	2.639.059	2.937.001	2.900.707	2.828.996	
39	6.890.661	7.748.111	6.570.613	10.231.159	9.133.304	8.342.430	9.983.444	11.746.765	10.812.747	9.380.625	9.858.055	12.201.715	13.635.846	14.935.910	20.301.771	21.435.696	
40	919	1.145	1.550	2.069	2.272	1.881	2.212	3.276	1.046	3.777	3.363	3.080	486				
41							640.255	979.966	1.008.810	1.016.156	1.148.437	1.383.288	1.731.010	2.404.464	2.939.422	3.184.505	
42	131.655	187.509	90.495	60.123	39.102	54.747	73.603	79.029	80.569	86.065	106.078	120.521	130.984	210.814	169.010	140.950	
43	244.184	308.123	303.831	352.371	349.026	354.770	401.362	544.221	581.986	758.745	820.238	906.317	957.301	978.154	974.872	827.275	
44					73.904	205.450	428.436	827.523	1.168.205	1.955.931	1.908.348	2.162.240	2.458.987	2.205.895	2.205.111	1.743.088	
45	18.451	22.248	33.210	37.633	36.215	33.071	41.167	49.573	57.437	51.576	68.746	95.813	117.288	121.758	113.799	134.019	
46						13.882	186.312	334.046	505.978	636.397	744.185	799.451	1.138.962	951.472	814.363	572.227	
47	208.049	243.655	258.679	250.354	318.428	408.870	429.268	599.219	679.393	671.558	617.968	700.971	807.340	591.536			

48	180.731	223.066	275.241	375.030	373.643	391.550	419.911	432.295	428.055	509.507	545.585	662.758	717.281	764.677	875.026	812.651
49	196.660	337.781	439.613	465.837	493.895	663.847	1.172.174	1.740.404	3.022.346	3.720.860	2.940.506					
50	133.850	123.053	128.412	139.974	132.263	154.509	193.516	220.880	233.435	261.067	291.223	318.643	358.395	419.722	387.749	390.440
51			1.061.093	1.211.618	1.068.046	1.102.878	1.203.213	1.324.611	1.455.757	1.604.507	1.482.636	1.882.326	2.187.264	2.233.298	2.202.796	2.045.115
52	801.457	900.870	969.992	1.153.518	1.514.659	1.636.080	1.770.589	1.909.998	2.183.457	2.607.984	3.046.024	3.545.995	4.069.090	4.728.129	5.507.306	5.921.650
53	13.211	15.293	15.421	16.700	17.654	18.850	24.794	30.241	30.058	33.782	35.139	29.753	30.557	35.907	29.640	26.475
54			104.216	119.279	130.397	238.620	345.725	655.333	987.173	1.178.528	1.432.311	1.944.809	1.845.730	1.307.399	901.954	
55	39.315	43.043	41.022	12.112	10.530	8.330	10.118	9.428	6.465	3.682	3.104	3.903	3.512	3.668	1.758	2.712
56	90.214	82.936	85.120	89.980	95.533	94.070	92.772	96.968	101.780	111.370	130.295	152.651	174.236	169.704	144.730	143.684
57														469.540	1.615.058	1.540.638
58	82.779	97.719	120.827	149.763	143.998	141.962	146.366	155.137	171.167	191.610	224.486					
59	235.018	242.895	334.741	445.739	510.565	548.948	631.988	696.124	475.434	673.529	631.054	617.561	667.423			
60	809.918	697.389	493.057	512.781	610.664	687.144	842.176	1.019.087	1.197.474	1.425.600	1.536.493	1.867.964	1.069.064	619.331	451.017	68.850
61	76.276	88.098	94.589	105.914	123.811	133.520	142.822	156.341	469.313	1.227.997	1.474.231	2.510.332	4.856.925	5.731.119	5.631.971	4.039.474
62	373.705	411.224	675.673	1.098.597	1.494.029	1.247.574	1.289.282	1.827.726	1.317.607	2.227.398	2.905.139	5.698.513	6.126.493	5.911.677	6.846.456	6.816.454
63			3.500.591	3.709.280	4.301.682	14.141.571	30.340.255	34.311.806	55.055.802	61.796.761	75.696.710	92.902.798	120.469.719	162.914.526	170.380.526	
64					128.549	302.081	675.226	496.410	762.920	909.436	898.380	671.078	602.840	630.961	384.563	
65	95.580	104.495	68.946	73.708	80.299	101.915	78.991	115.584	290.283	603.646	644.959	580.796	971.769	799.197	561.638	236.146
66	432.525	398.398	517.397	559.034	488.628	506.772	555.767	774.232	691.832	688.041	737.262	930.344	987.306	1.028.233	1.056.831	1.172.311
67								1.477.770	2.028.459	2.408.237	4.021.596	4.746.520	5.539.194	5.989.912	6.739.417	
68	243.314	283.659	303.575	319.036	302.147	297.489	269.467	318.587	311.247	357.931	354.591	346.503	336.133	332.851	262.713	
69	161.846	223.383	311.179	363.068	342.712	183.926	151.959	329.052	215.077	366.330	422.126	424.441	594.762	905.841	705.979	
70						87.541	279.558	352.943	599.681	734.553	1.405.566	2.015.942	3.774.475	5.265.058	5.244.718	
71						145.499	195.418	264.253	351.091	471.100	635.914	713.678	765.717	1.188.743	1.125.829	
72			616.398	854.864	1.126.223	1.505.454	1.823.776	1.820.913	2.497.194	2.918.130	3.166.800	3.506.235	3.892.216	3.928.095	4.439.273	
73									309.185	390.682	444.063	540.939	629.222	708.216	754.714	
74					266.514	325.685	443.936	426.361	620.892	658.720	718.125	810.667	974.322	1.054.432	794.031	
75	1.444.015	1.577.239	1.938.135	2.278.129	2.767.090	3.784.093	5.731.327	6.975.090	8.334.981	9.388.535	10.201.624	11.334.061	13.401.172	16.145.669	17.926.155	18.103.512
76							1.202.182	1.394.959	1.497.782	2.075.683	2.450.315	2.877.388	3.096.990	3.344.593	3.164.906	2.852.785
77	590.738	734.701	823.924	953.804	1.136.434	1.436.105	1.930.940	2.183.407	2.363.628	2.751.338	3.238.543	3.862.508	4.370.328	5.216.820	6.145.198	6.451.578
78			785.730	1.150.080	1.213.211	1.332.820	1.507.198	2.192.571	2.347.898	2.444.000	2.911.033	3.545.152	4.311.638	4.579.890	4.622.164	5.328.071
79														43.991	61.230	59.983
80									4.808.024	6.419.371	7.665.112	8.088.439	9.779.385	8.978.259	9.508.745	
81	1.056.557	1.481.607	1.288.523	1.605.445	1.709.078	1.750.285	2.129.164	2.532.163	2.057.700	2.964.499	3.368.876	3.817.134	3.659.309	3.400.194	2.739.132	
82				1.306.540	1.359.811	2.130.509	3.339.949	6.203.797	9.615.740	15.878.469	21.884.909	23.726.394	18.752.376	21.073.322	18.891.833	19.333.453
83	231.521	269.955	354.276	372.712	389.065	420.861	471.269	495.141	86.217	100.705	124.307	98.021	133.893	269.185	112.208	526.077
84	6.030	4.199	4.307	2.103	2.107	1.831	1.680	1.707	2.133	1.504	1.918	2.835	5.492	6.950	4.892	4.403
85	718.500	867.613	1.189.861	1.512.327	1.475.307	1.502.961	1.639.357	1.866.631	1.539.582	1.823.397	2.236.756	2.228.803	2.393.752	2.332.980	2.433.093	2.236.007
86					295.857	576.178	724.852	643.248	783.472	755.241	701.789	813.114	881.435	1.017.742	1.013.663	
87	65.838	88.362	124.667	156.219	154.209	156.773	189.065	243.448	187.697	199.155	209.956	224.630	247.547	236.662	221.961	218.018
88									404.193	549.884	677.592	879.274	832.262	794.166	576.106	396.617
89	47.106	43.798	51.795	83.193	82.510	75.691	99.659	137.925	174.025	216.012	314.605	315.104	276.463	259.048	199.743	204.233
90			820.448	940.348	1.192.396	1.462.636	2.120.771	2.602.119	3.408.205	3.976.977	4.379.891	5.456.566	6.987.230	9.524.797	9.648.670	
91	135.378	118.999	59.853	78.145	88.870	91.810	106.545	129.195	122.648	119.347	181.852	300.631	225.096	187.170	207.304	196.298
92														60.263	1.213.502	1.893.180
93	602.501	978.369	1.216.263	1.396.499	1.717.375	1.963.527	2.166.588	2.955.007	2.275.978	2.247.128	2.862.372	2.989.814	3.038.142	3.063.061	3.172.744	3.279.420
94						92.479	384.120	1.110.748	1.647.580	3.020.951	4.015.063	4.265.885	3.870.608	4.186.185	4.763.038	4.249.049
95										469.843	1.246.812	1.476.014	1.650.810	1.819.442	2.261.753	2.199.284
96	171.260	204.672	250.787	348.363	270.004	277.236	280.799	308.675	287.907	365.484	363.699	368.142	409.698	380.053	404.148	421.202

97	145.774	160.916	187.254	210.579	224.921	229.236	259.509	274.642	296.856	331.890	372.910	495.416	486.567	543.254	570.662	599.633
98			1,328.910	1,769.664	2,282.164	2,756.987	3,072.701	3,618.019	4,242.057	5,136.712	5,591.374	6,345.669	7,010.311	7,408.422	7,899.002	7,912.664
99	299	275														
100	94.867	93.908	116.862	128.081	139.721	184.258	190.196	269.044	270.926	238.167	264.965	323.487	330.033	347.165	385.973	387.417
101	8,054.853	9,454.669	10,806.339	12,565.017	13,413.396	13,880.403	14,902.887	18,033.110	23,254.183	32,091.674	46,594.486	50,924.461	57,730.262	65,525.000	69,220.000	41,454.000
102						116.416	552.018	1,231.159	1,983.819	5,229.815	6,877.380	4,358.499	5,316.929	4,256.603	1,824.301	247.228
103	61.674	59.757	71.901	75.187	86.835	131.731	139.829	133.336	125.567	139.893	132.759	142.076	166.727	181.842	238.681	207.677
104	232.834	213.720	185.741	268.365	378.562	432.539	501.757	544.746	582.829	839.959	1,020.111	910.815	848.213	658.343	480.774	351.385
105	15.206	24.092	32.861	46.769	49.499	31.832	32.221	39.373	33.378	65.666	52.522	49.316	44.202	58.606	37.352	45.510
106	308.550	416.377	444.324	428.400	445.820	431.865	394.832	408.581	401.979	511.415	586.806	706.471	834.032	949.147	1,060.395	1,016.400
107																204.112
108							1.336	16.442	13.807	11.109	15.649	68.727	56.036	144.579	101.572	143.551
109	683.393	833.377	1,138.413	1,636.291	1,936.143	2,021.041	2,530.223	3,059.478	2,469.544	3,718.972	4,156.396	3,501.921	4,253.328	3,778.753		
110	63.798	60.700	50.141	25.353	17.456	687	5.520	28.361	26.366	33.668	8.685	12.951	19.050		592	
111	22.154	29.763	41.956	61.488	76.491	88.497	107.022	115.719	86.802	119.325	143.152	109.373	135.423	136.048	114.195	109.031
112						47.009	128.247	403.782	466.337	705.124	746.684	798.696	753.544	714.750	557.327	385.984
113	137.681	163.870	179.654	317.631	403.942	411.258	732.877	1,233.133	1,572.285	2,349.499						
114	591.014	628.806	759.717	947.694	1,086.963	1,726.132	2,119.135	2,509.227	2,471.663	2,753.531	3,173.215	3,568.578	3,641.426	3,666.224	4,148.816	4,311.713
115	134.856	152.298	184.411	223.962	222.351	236.949	245.826	280.024	265.465	316.344	370.375	371.627	385.145	406.434	339.573	376.607
116							89.919	727.114	660.783	865.533	1,124.670	1,293.169	1,377.354	1,003.545	964.320	834.101
117							480.920	507.185	827.909	1,014.488	1,107.518	1,232.142	1,213.327	1,272.832	1,649.531	1,763.842
118	380.239	362.792	407.600	437.688	477.246	550.941	733.492	1,093.478	1,252.989	1,564.936	1,888.967	1,923.585	2,143.751	2,275.315	1,772.815	1,737.563
119	14.745	15.077	16.266	16.283	17.806	17.420	28.385	61.976	65.220	87.083	122.914	132.150	158.279	164.030	191.879	198.920
120	115.815	143.195	185.583	282.339	330.848	343.296	399.698	493.075	369.513	595.476	702.750	646.558	812.424	733.658	648.090	579.706
121										141.296	183.517	283.285	456.761	705.067	1,020.261	1,125.380
122						211.148	268.704	413.660	596.975	888.713	1,005.640	1,118.743	1,181.520	1,499.175	1,761.581	1,659.649
123													573.346			
124										512.174	772.108	883.524	1,036.492	1,265.048	1,183.640	1,869.054
125	43.137	41.133	40.739	55.429	77.950	78.206	68.821	70.766	77.461	82.393	89.755	117.293	168.269	157.458	111.383	86.248
126						4,772.603	3,552.151	2,882.521	2,407.422	2,315.137	1,407.841	1,682.909	2,043.029	2,091.956	2,267.095	2,311.271
127	52.794	56.035	68.927	112.985	64.452	64.361	99.392	115.892	128.912	196.654	207.571	205.670	181.117	195.586	194.579	184.917
128																562.531
129										218.294	262.030	312.715	433.696	413.433	397.293	360.873
130						79.832	338.201	493.213	710.708	1,415.218	1,596.145	1,355.405	1,832.249	1,596.683	1,271.749	341.077
131	35.646	40.071	35.013	52.025	57.965	136.361	137.770	190.240	162.684	109.521	102.512	16.663	11.052	34.980	79.337	17.527
132	35.304	43.129	33.599	44.003	52.775	39.245	40.516	39.974	44.942	50.178	103.148	141.649	122.509	104.263	17.192	7.981
133						443.365	715.921	978.947	1,134.296	1,167.171	1,509.364	1,799.681	1,772.493	1,439.553	1,122.564	923.891
134	397.673	411.058	255.527	225.199	262.038	291.044	300.459	305.480	279.720	327.485	264.810	186.239	114.594	119.964	141.602	158.619
135						72.150	239.051	485.248	988.444	1,287.219	445.982	1,125.670	817.461	570.138	850.962	1,052.710
136						52.947	335.633	350.982	349.322	394.792	883.272	809.493	730.399	859.249	931.127	842.275
137	77.241	79.450	80.152	92.639	79.975	60.822	71.688	79.035	75.111	108.036	142.176	75.142	90.166	87.968	76.309	86.151
138										569.179	609.825	694.236	551.323	552.939	550.979	792.454
139	17.974	19.781	29.177	35.069	32.978	32.707	41.647	41.572	39.906	56.329	53.517	47.381	59.809	63.508	74.441	93.265
140							178.834	315.267	560.184	785.896	782.288	627.471	520.095	370.025	379.555	302.468
141	81.985	0	107.819	129.171	141.521	167.628	91.525	299.616	387.501	545.873	695.417	930.454	843.042	1,728.191	2,452.892	1,543.003
142	578.218	833.702	1,112.461	1,467.383	1,674.194	1,610.428	1,595.765	1,767.753	1,223.841	1,871.527	2,185.548	2,671.120	3,122.984	3,114.661	3,426.996	3,255.310
143											294.677	279.441	257.919	243.521	222.652	185.056
144					409.319	419.582	462.142	678.695	706.326	756.849	873.919	937.139				
145	2,345.826	2,349.086	2,163.962	2,542.533	2,935.447	3,189.018	3,444.390	3,769.435	4,165.017	8,606.042	21,016.716	22,846.250	21,755.945	22,674.000	19,268.000	19,819.000

146						199.090	187.522	566.784	488.150	778.316	727.419	333.801	518.809	158.324	111.989	-17.954
147	143.996	180.831	225.662	324.169	345.571	444.645	994.233	1.628.587	1.597.101	1.953.133	1.529.197	1.483.125	1.326.837	1.267.127	965.875	1.134.220
148	1.065.936	1.282.034	1.694.160	2.203.710	2.514.908	3.009.388	3.749.177	4.502.041	4.210.620	4.391.973	5.189.409	6.173.878	6.828.896	7.840.757	9.760.323	9.367.008
149	76.182	86.756	110.763	160.236	165.164	168.934	190.458	211.241	153.580	225.950	234.030	190.591	228.440	195.651	151.711	121.671
150	3.324.902	4.054.467	4.241.348	5.161.086	4.953.598	5.042.408	5.582.572	5.924.437	6.674.652	7.384.996	7.465.334	8.457.901	9.334.857	9.659.403	9.387.172	9.218.765
151								1.164.492	832.098	958.982	1.309.391	1.318.724	1.546.364	1.486.109	1.682.064	1.585.363
152	435.528	553.131	770.753	626.295	348.035	374.930	562.539	645.505	566.418	982.786	939.162	812.481	1.134.715	864.876	496.844	421.470

	EBITDA 2001	EBITDA 2002	EBITDA 2003	EBITDA 2004	EBITDA 2005	EBITDA 2006	EBITDA 2007	EBITDA 2008	EBITDA 2009	EBITDA 2010	EBITDA 2011	EBITDA 2012	EBITDA 2013	EBITDA 2014	EBITDA 2015	EBITDA 2016
1		-5.380	9.729	16.696	28.251	45.637	32.458	41.643	24.004				27.996	23.383	18.543	12.790
2	2.805	6.112	22.758	9.126	10.099	-1.383	5.921	7.558	5.708	11.158	16.076	19.296	11.369	13.354	9.574	-6.530
3	18.285	-5.663	131.585	99.169	158.363	-54.547	263.243	368.646	454.219	601.422	628.296	723.393	713.870	611.288	860.424	1.019.837
4	70.772	97.441	104.996	146.840	238.421	188.606	163.837	240.533	242.536	374.996	365.850	351.957	392.051	402.744	470.416	575.964
5	2.204.463	2.804.414	2.773.247	4.309.703	6.240.682	7.817.003	8.763.187	9.060.318	10.994.404	11.590.301	13.164.664	15.629.110	17.467.316	18.236.489	21.856.212	20.612.380
6												44.078	52.413	142.716	97.533	98.210
7									95.490	117.729	135.763					
8	4.251	3.469	2.818	2.149	6.075	7.676	11.516		39.783		15.759	13.793	19.769	14.180		-42.632
9						24.195	329.010	360.094	425.597	466.531	309.254	254.176	375.972	516.355	652.069	652.922
10	1.281	-1.572	8.135	13.528	11.997	5.616	37.855	3.001	58.583			-4.760	-3.466	-2.776	-2.745	-3.020
11	-2.384	2.641	-6.470	11.766	2.155	26.363	27.841	29.939	49.673	39.014	90.843	4.937	-6.569	34.170	34.961	-59.804
12	9.037	3.537	2.019	9.064	5.845	929	1.681	-890	-1.203	240.483	7.974	1.605	1.099	733	-5.026	-3.422
13													1.131.404	113.616	2.353.149	1.847.695
14																118.216
15	42.567	25.807	1.595.835	-265.888	69.380	-108.632	147.412	59.484	289.915	58.692	79.599	64.788	59.894	90.825	-76.105	
16														18.512	19.716	20.182
17								-5.604		-11.539	35.324	24.672	17.371	-123	196.529	-21.974
18	418.982	303.042	379.473	565.492	651.195	349.800	782.791	1.048.223	683.529	2.325.005	2.887.467	2.355.581	3.135.734	4.708.737	5.545.090	3.418.015
19	336	-4.107	-3.227	-9.706	4.805	1.631	9.647	25.084	87.228	23.601	26.206	13.715	37.549	53.999	45.608	16.775
20	546.040	464.682	560.271	752.128	1.097.770	1.192.864	1.442.862	1.721.731	1.904.725	2.020.821	2.711.903	3.037.698	3.290.131	3.557.644	3.551.992	5.261.860
21	43.711	56.448	39.003	64.526	59.602	-9.378	27.540	69.547	48.956	42.966						
22	35.697	43.567	41.235	30.522	-3.253	48.812	30.058	105.369	154.013	276.500	394.464	407.396	438.994	395.835	262.876	207.569
23															8.367	11.388
24									62.760	70.035	90.358	108.447	113.974	118.235	97.865	116.044
25	3.038	1.476	696	-2.324	961	6.931	-8.228	-3.626	-557	560	-3.038	5.122	13.970	9.510	15.635	12.132
26				16.687	159.182	145.658	163.935	246.769	337.522	297.148	262.547	367.474	403.542	412.740	101.276	32.512
27													288.907	322.336	1.661.182	2.025.660
28	204.628	252.012	357.473	402.918	307.053	277.807	-126.706	240.774	85.393	170.970	187.927	229.609	197.848	145.127	126.073	143.390
29							-30.673	28.013	19.926	64.152	30.166	-9.256	-1.947	-22.070	-28.130	-33.191
30					40.668	7.324	35.023	59.299	74.262	77.407	63.069	63.890	33.809	53.204	69.841	90.902
31																
32												172.210	289.816	351.019	415.887	500.215
33	42.473	59.135	43.195	61.137	157.765	253.079	490.842	391.172	1.022.871	808.297	763.896	1.053.013	1.103.044	1.048.863	757.524	345.444
34						16.720	30.490		93.168	165.032	188.133	235.362	274.310	263.398	205.631	28.528
35	23.722	29.160	30.008	27.362	-4.676	6.167	5.149	10.018	5.711	5.230	30.670	30.609	53.777	50.681	37.293	29.458
36	-9.908	-3.841	-4.857	-4.550	-991	-1.274	-4.430	1.054	1.907	1.801	1.724	3.570	1.685	1.623	1.481	4.536
37								475.956	524.347	552.541	655.399	925.797	1.123.459	1.317.821	2.062.042	2.823.820

38		41.902	224.047	357.459	373.065	438.024	560.494	690.816	1.109.890	956.498	1.190.479	1.196.287	1.418.375	1.311.371	1.114.438	
39	2.160.622	2.354.086	1.357.175	1.961.119	1.085.085	862.590	886.343	1.499.712	1.157.420	1.069.115	922.923	1.766.078	2.239.193	1.980.605	2.176.385	1.851.041
40	3.724	3.159	2.550	5.679	13.328	-4.963	-667	6.789	-225	9.182	46.783	-8.391	14.174	-45.982	-52.017	-75.159
41							38.560	64.757	94.891	92.243	123.036	209.210	315.748	531.944	679.497	650.977
42	21.289	18.597	9.780	-10.144	-28.034	10.932	3.695			-20.632	-3.676	1.514	2.356	14.337	-7.800	-10.776
43	66.917	82.436	52.328	81.231	78.390	69.287	72.975	133.375	123.463	141.815	140.107	184.326	178.036	165.500	131.544	31.338
44					12.030	33.156	53.443	111.160	191.339	341.872	286.231	336.855	344.629	228.331	105.444	-14.863
45	2.227	1.992	3.394	2.504	2.143	1.064	594	-428	460	-4.619	5.418	8.437	16.614	15.153	8.735	14.279
46						5.421	31.328	76.349	160.597	228.212	291.047	312.143	579.547	446.095	399.444	174.952
47	46.240		46.056	38.144	37.154	58.378	89.688	129.102	136.697	132.624	128.580	115.404	51.336	-59.517		
48	38.559	39.467	59.018	77.953	60.143	70.370	79.207	67.912	53.867	75.469	64.149	85.856	104.508	104.631	122.453	123.653
49	26.266	63.740	83.876	64.295	61.533	52.939	155.867	262.687	494.358	594.813	-519.496					
50	10.787	7.279	7.300	15.894	6.359	17.318	28.567	39.133	38.323	40.813	44.680	47.656	64.395	73.672	49.501	52.777
51			326.194	198.772	157.438	210.338	213.060	266.238	178.491	236.586	216.210	394.538	435.881	436.874	454.384	457.472
52	46.887	78.533		105.113	47.838	83.297	69.098	101.498	349.233	563.942	603.073	654.126	746.546	844.155	724.820	689.695
53			1.772	1.424	3.763	1.153	4.855	12.407								
54				27.748	23.732	22.508	33.950	68.213	114.256	215.099	256.454	331.492	473.600	338.355	115.796	-61.901
55	-2.221	-1.541	-12.306	8.667	28.431	8.842	10.230		2.841	2.625	-351	4.173	3.549	-2.121	-4.555	5.151
56	5.513	7.395	-6.127	-2.330	-4.287	-4.334	-25.878	6.058	33.938	12.340	-23.713	11.522	127.060	34.798	11.487	39.378
57														41.133	37.063	44.198
58	16.795	16.239	18.011	23.920	21.417	23.050	22.984	20.353	14.715	18.388	19.374					
59	47.573	43.657	64.704	90.354	98.531	111.567	124.986	126.738	29.131	100.942	17.731	-14.332	66.730			
60	8.368	-17.474	-32.424	164.091	132.151	81.432	95.631	186.446	-85.323	151.763	-27.748	129.994	-74.830	-612.518	-208.101	-386.959
61	43.425	51.778		63.814		81.904	87.673	82.900		313.756	352.382	449.872	1.171.766	1.463.357	1.591.363	4.106.025
62	126.502	78.888	83.491	134.904	184.452	140.530	157.029	268.094	139.864	312.270	411.163	459.571	665.898	658.055	751.066	796.225
63						545.242	535.185	1.120.393	1.285.232	3.512.782	3.072.031	4.334.239	6.194.143	10.376.220	12.872.127	11.248.284
64							97.554	241.290	259.875	259.859	302.714	285.132	555.377	245.107	475.686	-138.680
65	11.664	9.913	-498	-473	4.408	9.915	18.892	97.423				-10.528	70.650	-114.003	-201.977	-386.392
66	30.439	29.936	50.454	66.758	69.081	64.894	64.949	84.282	34.294	46.398	73.144	89.811	79.005	85.545	100.387	127.092
67								222.025	330.132	431.061	594.110	705.031	868.967	1.092.081	1.045.970	
68	33.276	56.946	46.320	39.385	27.693	-2.442	29.824	35.514	33.728	38.462	-30.206	43.374	18.368	-37.695	21.147	
69	28.248	39.629	42.448	53.520	-9.396	-100.773	-30.199	52.258	1.128	55.527	52.391	56.899	98.298	160.969	28.823	
70							-21.691	46.198	7.542	2.498	82.171	328.991	666.962	1.290.585	1.875.241	2.208.005
71							27.896	30.947	31.937	74.022	100.658	98.042	121.040	174.266	249.186	228.511
72				247.424	354.673	425.261	558.306	701.085	647.472	673.301	821.294	875.684	916.526	969.818	934.869	1.015.662
73									108.841	155.560	153.576	162.932	200.791	222.758	248.826	
74						56.831	94.946	71.463	10.385	69.906	-26.805	111.141	152.460	187.193	135.874	259.524
75	111.871	132.298	231.121	255.089	409.283	393.335	719.884	813.948	1.013.127	1.229.535	1.317.685	1.470.761	1.740.832	2.069.540	2.476.287	2.675.009
76						-103	125.065	196.457	277.534	389.308	399.788	498.841	370.821	385.259	269.538	180.735
77	42.820	61.190	72.508	104.807	122.859	179.395	282.024	300.038	356.627	480.261	570.270	692.199	817.875	1.014.782	1.198.033	1.286.951
78			119.459	128.861	167.260	242.231	207.742	377.646	471.799	466.337	481.295	621.626	673.810	770.384	686.636	919.418
79														16.731	13.662	19.893
80									319.920	300.597	241.801	476.924	605.260	464.727	714.557	
81	129.480	237.348	102.030	138.757	108.000	162.894	174.310	273.510	184.645	398.271	464.066	439.823	435.114	306.437	212.506	
82						214.969	378.227	884.354	819.536	1.502.466	1.773.804	1.976.755	1.372.123	1.668.104	1.710.985	1.477.939
83	33.340	50.783	68.507	60.362	23.132	70.330	58.038	92.413	183.808	-15.696	6.581	20.264	16.234	68.494	-48.945	281.344
84	-34.260	-53.862	-45.414	-39.481	-19.909	-7.380	39.493	-33.110	11.780	413.644	-24.978	-552.070	-100.505			
85	174.344	232.811	335.241	361.766	258.213	251.327	287.510	277.305	221.399	242.913	372.154	381.195	426.262	386.191	372.352	117.082
86						23.822	-9.880	-22.751	65.298	93.658	49.325	22.892	23.542	43.799	67.812	86.409

87	10.590	16.321		25.120	17.722	21.944	30.356	59.002	37.503	32.170	26.791	31.143	32.024	25.854	18.798	10.568
88									157.653	194.515	238.156	358.503	417.093	326.197	104.063	40.903
89	1.811	1.508	2.615	6.310	6.920	9.092	9.229	11.921	10.414	13.175	18.284	12.392	14.353	21.426	6.405	8.779
90						121.979	71.821				327.725	469.441	517.234	652.883	996.528	967.353
91	17.349	-13.637	8.072	9.299	5.900	115.008	425	17.210	-116.602	704	-1.552	-219.768	15.794	41.580	29.177	30.681
92														18.265	253.465	269.127
93						1.002.770	1.020.614	1.558.760	1.229.708	808.346	1.185.842	1.117.120	1.217.461			
94						17.581	33.547	268.605	401.712	683.540	911.868	669.470	504.665	740.029	535.364	496.405
95									-128	131.363	315.271	241.245	285.213	374.464	532.680	584.897
96	24.194	28.743	-54.876	109.018	37.824	62.421	45.007	55.110	35.535	29.087	28.398	39.503	54.044	19.878	25.712	61.042
97	23.783	22.420	23.336	36.273	31.243	42.139	46.718	45.385	38.739		44.175	45.373	72.635	77.067	91.007	92.538
98	-	-	295.670	431.655	564.403	654.460	702.031	846.729	1.008.454	1.256.754	1.424.991	1.510.728	1.608.994	1.554.483	1.495.966	1.343.639
99		-3.288	-699	-1.382	-1.273	-1.280	-1.933	1.262	159							
100						2.486	10.874	10.395	27.709	23.535	11.903	-14	35.887	38.553	33.198	63.884
101	614.108	703.857	855.002	1.068.957	1.122.383	778.901	988.006	1.314.482	1.382.899	2.041.433	2.843.857	3.703.316	3.813.664	4.935.000	2.825.000	1.945.000
102						26.423	175.561	260.727	351.816	875.558	1.056.622	-1.670.947	315.862	221.590	-1.716.426	-4.533.000
103											8.216	10.290	26.272	30.238	58.376	62.195
104	21.232	-4.923	-20.033	1.180	40.582	64.253	79.711	74.439	81.493	86.301	134.511	36.515	5.368	83.608	-7.225	-71.303
105		6.714	8.990	6.895	-921	6.567	-2.505	8.416	-8.473	-9.078	2.035	-4.669	31.704	7.845	-16.360	-8.680
106				66.737	37.524	33.928	10.730	57.812	58.657				132.595	157.247	183.012	166.768
107																21.577
108							161.760	-79.368	-63.992	-67.051	-111.518	-62.950	-138.495	-31.755	-14.474	-97.058
109	102.282	125.215	180.158	311.613	272.893	296.819	393.784	522.726	300.896	532.332	547.242	280.179	563.893	490.463		
110	-9.306	-9.728	-9.828	-9.995	-9.634	-15.649	-7.101	-1	-24.015	4.079	-20.956	-6.099	-2.334	-22.155	-4.961	-6.129
111	4.394	5.791	8.251	10.023	14.049	17.086	19.621	17.654	11.501	21.159	26.094	8.579	19.602	13.418	5.566	16.103
112						4.925	5.658	77.225	50.089	111.322	126.195	132.279	169.059	93.380	17.859	-59.877
113	-9.313	-5.688	-10.312	36.436	44.272	-7.128	129.203	155.201	271.410	228.571						
114	121.508	183.548	225.822	361.347	402.445	584.298	894.495	1.311.284	1.151.453	1.403.366	1.602.199	1.687.538	1.739.514	-117.048	1.037.679	1.579.047
115	579	15.086	12.959	44.528	58.367	24.274	27.457	45.967	37.898	45.345	44.305	63.036	60.848	24.941	-5.492	16.492
116							54.819	272.953	225.047	310.092	456.934	551.717	528.000	292.905	146.611	87.389
117								210.895	353.840	403.398	785.769	570.803	607.616	768.992	1.047.476	1.101.481
118	55.105	54.602	45.186	52.774	77.482	80.037	113.697	149.656	120.332	146.148	174.470	184.576	97.143	113.052	-58.869	32.640
119	-2.615	-1.708	-2.027	526	-3.170	-2.542	-2.742		-28.536					-8.478	-7.344	-14.922
120		32.705	22.380	42.030	50.208	55.433	77.879	110.684	65.261	106.110	115.461	113.562	157.625	121.736	111.664	73.835
121										53.946	56.463	89.858	157.037	253.972	274.198	357.272
122						9.358	43.285	167.227	79.840	205.867	325.875	252.933	256.866	290.717	392.301	214.557
123													180.301			
124										76.933	182.250	223.661	268.383	286.324	225.930	162.666
125	9.463	4.467	4.630	1.882	-1.678	10.381	6.824	8.068	10.608	12.306	6.817	101.011	31.755	7.806	-17.151	-1.969
126						27.090	-120.088	35.662	68.873	136.184	162.768	207.734	155.098	189.685	233.024	246.600
127	13.503	8.810	-2.350	7.156	1.081	-9.939	672	5.152	15.311							
128																54.581
129										57.460	101.647	70.184	58.098	77.292	45.330	21.867
130							71.112	150.910	233.264	148.594	-141.825	349.378	207.282	263.866	-455.211	
131	2.277	695	530	3.698	1.825	7.252	4.562									
132	733	5.279	-4.515	-788	3.595	-3.234	-583	-11.756	-19.259	-4.312	-4.246	-4.790	3.709	-17.054	-14.564	-11.477
133						73.516	82.925	118.631	160.848	186.874	201.894	186.735	139.900	158.046	72.047	86.776
134	58.661	51.038	-60.358	-66.900	23.479	17.086	23.401	9.624	44.631	16.585	-27.985	296.274	-44.527	-25.501	10.020	17.399
135						10.503	-10.166	-59.275	103.891	170.134	-616.152	-103.069	-60.632	-95.539	45.794	103.733

136						-30.624	-23.325	-119.224	-30.837	-9.340	114.120	132.750	-142.939	-25.679	-16.241	-72.328
137	8.226	4.939	7.928	12.891	-22.240	-11.091	-609	3.561								
138											107.789	5.156	7.897	-46.081	41.676	64.624
139	5.782	-1.163	4.542	5.147	5.382	6.819	8.537	4.381	9.621		21.331	19.072	20.060	18.570	24.966	30.028
140							27.299	18.088	89.370	97.400	29.118	61.379	80.111	52.527	42.325	18.777
141		-1.073		81.706	77.047	72.323	48.044	171.812	229.362	267.529	287.697	854.015	442.397	-35.396	1,052.218	696.743
142	179.036	208.692	119.750	203.534	-2.535	233.748	208.423	291.372	257.416	271.963	337.545	337.137	463.966	503.043	598.201	339.128
143											80.444	56.031	22.193	-5.291	18.696	-19.824
144						111.725	124.059	147.740	145.744	168.157	182.913	199.412				
145	195.000	123.743	78.063	218.402	260.487	198.907	132.801	128.575	-326.772	369.428	1,009.353	1,412.305	2,404.339	2,270.000	938.000	936.000
146						-25.426	-50.882	-48.721	-9.679	97.257	-42.538	-336.259	-120.467	-146.922	-153.727	-242.723
147	28.319	16.327	36.121	52.165	67.660	86.841	166.595			289.486	-131.924	5.816	72.544	114.102	108.303	186.555
148	287.963	289.295	388.410	497.345	498.149	634.121	848.653	1,035.867	818.336	786.627	851.155	1,016.748	1,230.032	1,344.829	1,477.603	1,406.931
149	9.855	15.816	7.632	18.560	15.339	20.765	22.935	27.901	5.927	15.200	16.575	16.909	27.797	-28.304	-41.380	6.408
150	341.164	661.165	523.931	522.252	514.978	733.685	863.179	1,034.048	638.218	889.760	515.798	1,029.539	1,229.537	1,211.890	585.325	491.776
151								296.518	223.508	236.290	306.242	309.674	433.808	395.603	575.588	560.722
152			22.484	231.697	2.724	11.321	23.714	117.762	27.157	75.127	47.803	61.286	38.142	17.860	-226	-21.613

	Div Tt Lq 2001	Div Tt Lq 2002	Div Tt Lq 2003	Div Tt Lq 2004	Div Tt Lq 2005	Div Tt Lq 2006	Div Tt Lq 2007	Div Tt Lq 2008	Div Tt Lq 2009	Div Tt Lq 2010	Div Tt Lq 2011	Div Tt Lq 2012	Div Tt Lq 2013	Div Tt Lq 2014	Div Tt Lq 2015	Div Tt Lq 2016
1	-1.090	-1.730	1.888	3.920	3.495	-663	5.813	-7.910	4.123	18.435	24.277	39.666	34.885	34.742	39.661	36.405
2	-10.601	-21.523	-21.744	539	4.873	14.674	13.800	24.040	33.064	25.097	11.248	-12.673	6.537	17.566	15.728	31.454
3	1.127.796	1.286.659	1.499.093	1.740.360	1.400.761	1.580.547	1.386.727	510.699	745.680	1,414.505	1,585.061	1,506.239	1,461.894	1,509.580	2,473.345	4,239.450
4	21.156	22.487	8.586	-47.048	-178.193	-196.720	50.023	192.225	-67.789	-358.705	-435.021	-318.155	-257.566	28.381	184.499	90.556
5	2,030.310	981.768	3,446.229	6,305.272	6,107.272	7,801.545	7,369.145	7,726.428	3,144.999	-208.174	-4,167.340	-6,259.043	-8,680.382	-7,812.402	10,235.791	-2,763.310
6												54.110	-338.955	-6.842	169.917	196.133
7									-5.574	33.765	-134.891	-108.070				
8	103	1.006	-120	-276	4.830	4.250	8.352	8.603	-21.414	7.307	6.775	2.700	3.242	-5.423	5.517	29.525
9						71.127	522.309	728.552	809.310	1,272.339	1,172.482	1,388.695	1,701.817	398.369	1,632.566	2,299.390
10	-22	-9	-28	-10	32.935	32.616	2.977	10.478	-32.898	-29.653	-23.524	-5.016	-68	-29.983	-31.857	-29.685
11	-138.504	-92.809	-92.615	-67.993	-26.732	-24.386	-11.956	11.829	15.797	96.619	116.274	91.818	149.507	131.374	168.356	179.744
12	-791	-1.378	-1.081	-1.539	-1.646	-820	-888	-145.786	-148.639	-364.265	-212.951	-198.060	-178.836	-157.796	-155.523	-166.071
13												4,670.610	4,110.911	5,296.233	6,268.959	5,404.596
14																285.712
15	146.075	25.915	73.329	96.372	101.762	20.398	5.471	62.964	31.641	8.852	86.593	102.693	129.496	90.430	120.476	
16														91.779	130.683	54.601
17					-25	-536.854	-441.911	-242.623	-189.729	-86.677	-17.885	2.163	36.627	83.016	-117.689	-28.961
18	892.434	889.365	747.969	623.145	856.356	713.557	492.207	3,390.094	4,554.341	4,028.490	5,314.016	6,965.720	6,593.907	4,994.913	9,081.682	11,983.176
19	57.334	82.031	64.784	69.969	57.979	43.846	46.586	73.126	58.818	64.944	105.745	134.710	140.302	133.993	143.421	125.938
20	1,189.331	1,322.944	1,127.739	642.626	1,172.241	1,163.930	1,227.007	2,684.987	2,938.822	5,532.809	6,184.540	7,272.158	6,995.933	8,862.114	11,838.687	13,365.287
21	73.992	121.745	108.677	89.919	112.873	151.309	132.071	95.319	77.794	201.845						
22	299.541	567.301	459.749	484.578	191.223	188.030	-30.803	42.731	-24.440	-61.039	-164.927	-168.763	-116.279	-158.614	-106.785	-177.020
23															21.349	29.716
24	31.646	33.213	25.795	18.269	19.203	7.396	6.183	-3.753	7.344	35.988	55.000	55.988	68.872	56.636	51.733	28.495
25	53	871	1.663	-263	11.245	19.191	19.761	36.083	18.794	4.571	8.626	4.574	-3.961	-13.239	-18.120	-6.733
26				-85.152	-229.488	-231.299	-139.950	-137.959	-153.262	-659	727.270	729.460	816.014	1,016.347	1,202.813	1,109.024
27													208.220	698.222	8,338.327	8,262.633



28	-3.104	-14.179	87.478	138.968	218.204	579.582	219.979	178.474	207.380	351.196	745.100	620.949	743.579	885.998	949.101	1.141.269	
29						-21.267	-214.347	24.396	143.938	161.904	208.284	170.707	68.544	5.786	-18.514	-17.210	
30					21.633	8.408	109.128	94.913	55.471	23.825	39.923	41.318	74.546	63.016	46.723	44.999	
31																18.693	
32													-286.783	-44.577	-50.499	154.356	237.503
33	66.477	47.128	163.705	128.876	258.650	-290.039	609.984	1.243.749	1.061.170	2.582.837	3.730.994	2.486.022	2.653.590	2.602.782	1.587.206	1.893.378	
34						939	36.964	-3.017	-190.583	111.523	122.040	319.576	347.749	283.188	337.286	339.309	
35	-55.557	-45.371	-33.222	-24.016	-44.795	-52.320	-71.671	-69.229	-71.199	-34.032	-37.609	-30.448	-43.336	-50.079	-32.438	-59.247	
36	10.523	8.732	3.029	3.509	5.554	3.221	6.832	4.790	2.715	2.239	1.646	999	1.436	3.523	5.955	8.680	
37								1.794.364	1.024.982	1.136.057	2.719.393	2.124.566	4.626.128	6.398.565	15.610.838	12.007.142	
38			26.595	558.674	419.442	371.287	443.181	982.383	1.280.960	898.666	1.041.506	2.309.098	2.558.840	3.525.833	4.457.642	4.279.008	
39	52.893	-368.231	-642.232	89.958	-827.129	-872.439	1.309.426	-822.405	-814.972	-1.152.791	-836.081	-639.621	-1.005.586	224.224	2.898.792	2.421.263	
40	-778	-971	-1.625	-121	-455	-119	-1.214	-422	-196	-186	-38	-1.120	13.133	22.437	37.181	18.023	
41							-229.041	-190.634	-195.463	-155.892	84.974	139.252	-464.277	-125.908	355.888	618.524	
42	38.239	35.997	33.740	34.939	11.755	10.650	20.170	40.442	51.263	45.493	42.241	35.612	62.704	71.626	69.397	59.165	
43	-41.811	-79.495	-9.820	-35.451	-50.791	-63.688	-61.408	-22.429	-49.062	-56.717	-20.477	-15.640	33.724	79.534	144.949	116.525	
44						24.173	66.793	20.197	242.812	576.726	663.029	977.548	976.923	1.118.020	1.149.006	1.324.693	1.378.054
45	1.338	1.104	290	-95	2.005	1.918	3.557	-1.625	718	8.011	6.858	6.687	-2.907	-12.247	-6.114	-11.600	
46						-10.820	-408.212	-175.431	-61.543	-135.131	-241.350	-33.004	93.607	272.486	-165.608	-210.390	
47	25.337	28.759	30.989	35.088	66.520	71.525	95.413	68.705	36.220	136.749	294.800	491.957	438.127	478.349			
48	29.732	60.793	41.550	27.465	14.663	23.294	16.511	74.036	19.878	36.088	72.960	183.907	172.389	148.096	165.255	-274.257	
49	130.866	245.769	160.018	105.649	183.042	29.284	174.909	946.619	1.698.079	2.088.961	2.772.150						
50	-3.058	-19.054	-20.511	-16.572	-35.889	-44.693	-52.337	-51.617	-70.703	-75.794	-65.482	-75.041	-87.381	-67.473	-106.204	-146.134	
51			-113.923	-184.131	-332.687	-379.388	-520.587	-575.827	-663.793	-852.493	-804.906	-341.558	-314.289	-489.439	-405.332	-1.183.361	
52	-51.350	-21.094	-43.911	-135.803	-275.097	-251.727	-196.890	41.653	18.226	68.361	290.483	163.916	167.479	441.686	765.059	637.328	
53	34.237	37.655	42.560	47.685	51.136	58.673	63.455	61.170	60.423	57.123	47.427	34.484	35.372	28.954	23.077	16.306	
54				5.361	10.397	5.868	-37.369	116.462	263.957	246.747	539.662	643.352	997.522	1.189.273	1.632.326	1.902.350	
55	8.919	8.782	8.570	5.575	3.985	2.073	741	0	0	-1	4.125	0	389.007	304.638	304.604	304.637	
56	9.068	7.777	8.900	7.477	8.407	7.765	4.902	3.457	3.883	15.333	12.275	8.370	4.419	8.655	9.093	11.572	
57														394.614	70.931	-60.829	
58	20.417	20.980	31.227	19.929	6.756	-4.070	12.889	31.474	29.819	46.963	64.507						
59	49.097	-13.284	-30.017	6.527	-48.086	324.085	319.876	629.724	697.105	748.490	828.755	728.081	478.344				
60	523.398	650.168	539.819	569.266	568.298	619.407	711.524	695.853	792.302	917.520	1.110.068	1.522.630	1.306.496	1.708.478	580.231	583.928	
61	38.087	41.459	15.789	-1.376	15.339	11.169	5.391	-12.125	1.224.640	1.815.285	2.107.140	2.272.269	4.207.078	7.727.798	11.036.883	7.791.777	
62	73.272	113.849	118.757	101.903	124.927	132.338	128.346	255.453	471.026	408.150	519.373	2.494.405	2.111.254	2.175.327	2.675.600	2.628.486	
63				871.514	1.068.100	2.432.544	2.367.933	3.324.880	12.929.505	14.963.106	13.585.283	15.105.857	23.748.194	25.168.713	47.038.738	46.904.792	
64						-64.271	-41.694	183.804	48.592	31.994	427.913	1.068.860	1.556.252	2.096.435	1.725.847	1.380.116	
65	44.609	55.176	73.390	17.259	23.972	8.973	42.960	81.683	195.500	409.072	750.275	946.089	1.362.395	1.430.681	1.200.263	1.173.771	
66	112.530	122.640	103.110	-205	41.963	26.040	14.520	121.389	123.757	174.918	233.708	272.574	360.066	414.611	485.038	489.482	
67									925.866	1.079.611	1.924.617	2.233.768	2.744.370	3.639.602	4.658.265	5.269.848	
68	103.915	94.705	90.873	94.019	93.404	82.556	57.863	156.464	134.531	185.197	214.088	225.516	259.946	225.264	249.813		
69	22.242	37.282	50.973	160.809	291.826	377.494	95.593	101.766	92.309	48.457	33.147	32.200	21.728	-8.423	23.554		
70							-308.225	-106.765	-395.515	65.103	413.921	339.821	130.288	491.354	360.172	-799.980	
71							3.569	-38.164	-24.584	14.821	132.354	302.024	348.973	614.517	756.724	657.558	
72				293.897	539.388	441.108	767.070	1.254.490	1.078.574	1.281.074	1.363.423	1.231.225	1.332.799	1.322.277	1.634.173	2.093.628	
73										393.401	523.859	444.199	502.716	672.227	634.040	621.601	
74						-71.769	-425.493	-145.632	88.932	341.338	693.788	1.006.729	1.210.822	1.427.190	1.858.492	1.268.303	
75	-46.928	-103.361	-35.038	238.454	470.163	510.222	1.354.464	1.730.052	1.645.026	2.132.983	2.611.450	3.143.975	3.604.900	3.445.158	4.912.747	7.246.135	

76						250.019	127.728	48.439	-106.319	37.209	342.818	485.493	534.201	629.029	546.447	402.466
77	211.271	311.317	260.293	253.862	-213.348	-193.838	-174.873	168.870	6.318	-27.159	259.898	632.137	980.853	1.120.666	1.165.485	981.039
78			-144.344	47.298	-13.356	224.829	241.630	840.826	435.017	221.828	480.204	277.827	266.865	184.905	400.202	-216.892
79														34.427	50.688	62.705
80										399.276	463.261	637.609	548.686	848.478	708.222	430.651
81	344.901	410.969	384.393	356.989	421.286	485.089	743.676	1.092.288	750.437	636.424	580.316	811.340	1.066.829	1.227.378	1.157.936	
82				120.566	220.997	755.373	1.024.155	3.241.810	2.120.710	5.802.660	8.203.102	9.350.053	7.280.987	8.542.102	7.179.583	5.910.256
83	49.436	68.933	68.527	72.416	76.913	72.691	80.938	94.308	-16.936	16.033	18.597	43.114	71.401	47.244	90.189	-8.834
84	611.882	854.034	1.207.369	1.670.863	2.292.238	1.016.144	1.221.661	1.563.409	1.698.437	1.498.382	1.628.911	1.801.256	1.974.042			
85	7.044	-14.842	-24.099	-34.992	-74.926	122.021	238.363	393.789	251.934	321.768	350.283	337.211	267.391	303.023	327.588	243.099
86						20.858	-53.709	221.699	110.516	123.515	150.282	165.735	250.584	289.475	414.830	315.935
87	1.528	7.798	690	647	1.804	1.326	-10.387	-2.569	-18.804	-34.595	-17.851	-33.584	-32.268	-22.048	-24.141	-29.995
88									182.363	-9.715	375.767	418.646	606.485	551.725	388.824	119.406
89	1.517	-79	1.726	-898	4.415	-295	4.082	3.699	16.018	17.568	29.274	25.734	19.876	-20.540	-47.145	-50.347
90				218.936	294.837	353.282	160.132	943.383	799.364	1.057.577	1.288.758	1.377.510	1.865.410	2.851.663	4.258.039	3.429.833
91	20.776	31.445	31.569	39.470	43.065	46.304	45.328	32.714	33.798	30.375	32.444	24.631	19.503	15.654	4.326	1.633
92														168.406	775.904	916.675
93	786.015	969.525	659.579	416.272	272.486	268.576	326.619	933.223	964.944	1.457.116	1.885.242	2.298.688	2.441.666			
94						55.612	-582.793	276.836	72.507	1.074.407	1.746.510	2.159.972	1.595.128	1.284.533	653.837	550.088
95									0	-869.016	-889.721	-1.040.107	-1.264.476	-1.185.727	-1.491.449	-1.461.009
96	17.634	15.748	11.393	43.598	47.236	99.241	106.715	128.825	156.827	192.835	192.406	163.434	151.772	127.976	125.688	118.481
97	5.836	16.206	11.360	22.779	30.591	26.348	29.006	38.828	66.265	66.480	134.618	216.138	198.354	103.478	207.073	143.168
98	-	-	204.803	-97.223	-198.974	-72.191	139.307	129.533	204.064	131.434	671.089	681.457	1.584.598	2.285.224	2.752.201	2.091.242
99	10.417	10.417	13.401	15.046	17.023	19.187	21.137	23.736	27.035	28.418	28.346	28.591	28.964	28.281	28.891	37.277
100	19.753	21.294	17.979	23.754	43.860	59.922	66.375	85.393	85.654	114.043	121.858	116.163	125.579	163.346	177.534	112.887
101	1.064.709	1.780.627	1.486.916	1.599.259	345.084	1.386.723	2.101.722	1.789.932	1.780.826	4.143.445	6.188.443	3.406.003	1.101.639	-1.421.000	-3.037.000	757.000
102						74.820	-225.503	610.351	406.575	3.081.697	3.560.813	4.262.734	4.011.673	3.901.910	3.014.056	2.781.155
103	18.138	21.445	25.311	21.772	17.074	5.662	-2.716	52.713	37.577	62.385	74.060	83.768	89.200	109.991	127.835	84.255
104	58.843	4.114	16.323	30.448	46.605	39.924	97.053	182.566	275.707	402.322	499.796	426.391	460.662	385.763	322.970	333.427
105	13.093	13.187	15.960	20.524	17.677	18.883	26.058	40.141	32.783	86.254	85.548	86.366	57.322	46.126	52.993	58.404
106	138.021	192.741	170.177	131.539	148.391	110.516	99.960	113.664	106.390	128.904	109.745	107.645	235.457	354.985	509.586	480.916
107																4.616
108						-156.457	-50.599	-256.514	240.749	511.716	1.697.641	1.325.253	2.514.601	3.325.836	3.769.189	
109	136.257	141.453	149.065	138.445	117.347	60.390	128.124	306.153	184.793	69.816	379.538	762.000	1.192.137	1.058.638		
110	17.193	13.199	10.003	11.947	9.829	8.985	241	-557	6.365	6.008	8.579	4.075	7.688	14.319	16.162	6.218
111	3.649	3.769	8.094	16.420	25.878	28.593	39.900	87.509	84.769	96.006	85.525	72.334	62.163	62.647	44.667	24.794
112						40.942	-244.736	133.245	363.604	650.789	471.296	258.467	309.219	196.179	299.167	425.285
113	37.747	9.510	30.250	88.029	124.832	-200.437	226.002	576.173	240.878	1.666.418						
114	532.203	592.882	544.015	171.349	96.853	2.615.615	2.714.998	2.292.158	2.026.179	2.791.304	3.531.999	3.943.794	4.054.672	5.274.953	5.131.652	7.346.055
115	60.485	65.804	61.710	51.641	45.366	43.714	47.719	40.546	40.220	46.056	61.252	29.847	84.312	117.635	126.833	138.920
116						-215.262	83.824	323.056	358.751	410.208	296.703	198.707	139.540	113.433	37.277	
117						421.302	998.543	953.006	578.864	802.377	1.293.495	1.051.707	2.312.065	2.910.160	2.736.859	
118	37.301	48.101	30.532	8.154	-6.018	-84.148	-73.085	26.316	135.044	175.021	274.127	287.958	422.598	526.224	486.872	217.932
119	-170	-216	177	-3	202	894	562	-663	-4.534	-2.168	-1.626	-3.950	-2.642	6.587	7.249	5.700
120	37.384	55.742	56.853	79.649	95.358	130.696	147.173	248.728	217.524	226.979	307.705	282.712	271.645	214.408	165.038	93.115
121										13.743	39.286	64.214	-193.735	-28.729	99.590	-50.795
122						129.595	18.572	167.481	318.400	339.374	509.568	653.614	777.312	960.014	1.177.417	836.739
123														-382.732		
124										171.114	-25.561	-15.816	403.280	490.498	918.697	1.026.061

125	-6.108	-10.132	-8.664	-12.742	-15.795	-24.256	-21.212	-28.645	-21.644	-21.866	-22.534	-19.157	-57.261	-37.485	-28.706	-20.676
126						846.398	464.285	279.199	238.229	386.367	741.541	604.828	665.781	729.709	806.129	920.706
127	-2.864	-4.647	33.113	33.243	33.079	36.826	24.431	20.058	24.820	-22.944	-15.969	-10.812	-29.234	-37.730	-31.177	-14.265
128																123.037
129										88.777	-69.794	-14.664	193.450	139.025	147.427	83.488
130						138.363	8.204	210.364	479.330	1.009.360	1.058.763	1.682.223	1.929.807	2.111.750	1.151.674	975.482
131	275	-500	242	1.752	6.020	7.021	26.084	38.379	45.809	62.471	51.569	48.628	48.424	50.212	47.673	48.829
132	35.719	31.556	45.917	49.229	31.625	34.099	21.426	26.766	4.500	3.740	19.972	32.605	50.974	62.622	41.714	1.067
133						-14.019	-206.822	25.285	20.727	13.010	222.532	284.760	323.592	281.498	150.038	98.719
134	129.836	65.001	79.713	96.025	123.811	141.196	148.875	162.199	158.504	244.614	267.237	247.156	283.158	318.798	364.035	426.365
135						5.010	-376.414	-55.211	482.583	318.874	110.026	138.781	-69.237	-56.022	14.056	-88.493
136						-156.361	177.662	269.635	-37.260	180.240	529.879	287.480	595.254	765.400	947.717	746.938
137	32.956	39.125	48.054	53.330	60.280	87.524	110.030	78.942	57.219	59.489	71.668	143.503	66.099	60.224	247.172	301.524
138										22.747	-142.053	-52.936	-96.312	-52.731	-192.197	-99.651
139	-1.194	-1.958	-1.936	-2.736	-2.997	13.807	12.800	21.789	27.549	17.911	18.939	20.500	21.887	33.150	48.156	53.394
140							-149.891	62.442	319.162	757.048	814.831	664.944	381.584	276.373	276.646	173.254
141	129.180	2.097	175.649	159.063	204.383	264.585	324.568	708.180	504.169	528.671	878.953	1.228.687	1.300.284	2.295.224	2.719.655	2.718.697
142	587.218	643.132	637.236	762.089	754.284	675.328	270.513	328.259	225.121	259.951	375.587	1.167.224	676.223	794.586	973.624	687.616
143											-5.231	-23.034	-11.072	-27.879	-33.204	-32.611
144					-10.649	-32.768	-34.483	140.480	75.652	44.942	41.894	285.126				
145	-85.559	240.604	-114.744	230.816	79.128	204.794	461.015	479.403	26.149	1.275.301	2.935.163	1.209.955	429.208	-742.000	-2.321.000	-91.000
146						59.448	-168.357	294.964	452.924	743.292	980.336	1.070.470	836.201	931.820	1.008.194	1.008.800
147	98.907	116.845	137.275	129.364	95.883	95.764	374.748	620.088	628.553	696.707	1.042.130	967.583	763.960	679.073	641.466	515.767
148	64.266	114.667	122.198	132.374	-1.456	-304.582	-443.231	311.738	-254.584	-134.053	526.113	126.340	-164.795	-101.027	718.209	-363.624
149	18.616	21.006	24.952	25.148	26.930	23.849	31.947	40.590	39.550	52.094	51.517	70.806	73.037	72.343	76.144	68.163
150	191.579	-33.770	-127.008	120.358	-183.241	-180.357	-140.818	39.753	-407.736	-400.118	-580.184	-266.017	-833.042	-511.671	-289.372	-418.993
151								12.141	115.207	283.940	664.465	880.637	580.506	771.225	919.030	865.046
152	54.617	70.938	79.727	-169.547	-122.833	-90.828	-117.463	-168.511	-150.125	-183.278	-180.155	-151.383	-161.750	-138.877	-71.504	-45.899