

Saliência de Stakeholders e Performance Financeira: uma análise empírica

GREICI SARTURI

USP - Universidade de São Paulo
greicis@ibest.com.br

KEYSA MANUELA CUNHA DE MASCENA

USP - Universidade de São Paulo
keysamascena@usp.br

EDUARDO GARCIA BANDIERA

egbandiera@gmail.com

LUIS EDUARDO PILLI

USP - Universidade de São Paulo
luispilli@gmail.com

JOSÉ AFONSO MAZZON

USP - Universidade de São Paulo
jamazzon@usp.br

SALIÊNCIA DE *STAKEHOLDERS* E PERFORMANCE FINANCEIRA: UMA ANÁLISE EMPÍRICA

1 INTRODUÇÃO

As decisões estratégicas de alocação de recursos sempre foram complexas (WADDOCK; GRAVES, 1997). Porém, atualmente, essa complexidade é ainda maior, dado que as empresas são avaliadas não só por seus resultados financeiros, mas também por seu desempenho frente a um conjunto mais amplo de expectativas sociais (WADDOCK; GRAVES, 1997). O gerenciamento de *stakeholders* é adequado a essa nova realidade à medida que dá atenção aos interesses daqueles que podem ajudar ou dificultar a realização dos objetivos da organização e não, simplesmente, busca a maximização da riqueza do acionista (PHILLIPS; FREEMAN; WICKS, 2003).

Segundo Donaldson e Preston (1995) a teoria dos *stakeholders* é gerencial no sentido amplo do termo, pois ela não se limita a descrever as situações existentes e prever as relações de causa-efeito, mas também, recomenda atitudes, estruturas e práticas. Como atributo chave, a gestão de *stakeholders* exige atenção simultânea aos interesses legítimos de todos os *stakeholders* importantes (DONALDSON; PRESTON, 1995). O objetivo central da teoria dos *stakeholders* é, portanto, permitir que gestores compreendam e gerenciem de forma estratégica os *stakeholders* da empresa (FROOMAN, 1999).

As pesquisas que abordam o tema têm aumentado tanto em âmbito nacional, como internacional (BOAVENTURA, SILVA; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012). No entanto, na teoria dos *stakeholders* existem questões pouco exploradas que demandam maior explicação. Uma destas questões diz respeito à identificação dos *stakeholders*, ou seja, a teoria é, muitas vezes, incapaz de distinguir entre os indivíduos e grupos que são daqueles que não são *stakeholders* (PHILLIPS; REICHART, 2000).

Neste contexto, motivados pela questão de quem são os *stakeholders* da empresa e para quem os gestores devem destinar sua atenção, Mitchell, Agle e Wood (1997) propõem o modelo de identificação de *stakeholders* denominado modelo de Saliência. Esse modelo é apontado por Neville, Bell e Whitwell (2011) como uma das contribuições mais significativas para o desenvolvimento das pesquisas de *stakeholders*.

O modelo baseia-se na percepção dos gestores quanto a posse de três atributos - Poder, Legitimidade e Urgência - pelos *stakeholders*. Segundo Mitchell, Agle e Wood (1997), são os gerentes da empresa que determinam quais *stakeholders* são salientes e, portanto, receberão atenção da administração. Essa importância dada aos gestores é justificada por sua posição no centro do elo de contratos, ou seja, os gestores são os únicos que entram em uma relação contratual com todos os outros *stakeholders* (MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997).

O modelo de Mitchell, Agle e Wood (1997) tem sido utilizado na literatura para identificação e priorização de *stakeholders*. Contudo, os trabalhos que buscam relacionar o modelo de saliência com performance corporativa são escassos. Esforços nesse sentido podem ser observados nas pesquisas de David, Blomm e Hillman (2007) ao estudar a relação com performance social corporativa (CSP) e Agle, Mitchell, e Sonnenfeld (1999) que analisaram a relação entre os atributos dos *stakeholders* (poder, legitimidade e urgência), saliência, valores dos CEO e desempenho corporativo. Como resultados esses autores encontraram uma forte associação entre os atributos e a saliência e algumas relações significativas entre os valores de CEO, saliência e desempenho social corporativo. Porém, não encontraram apoio para a relação entre saliência e desempenho financeiro.

Uma vez que a adoção de uma gestão de *stakeholders* e o desempenho financeiro ainda é uma questão que necessita de aprofundamento (EGELS-ZANDÉN; SANDBERG, 2010),

esta pesquisa tem como objetivo analisar se existe associação entre a saliência percebida pelos gestores e a performance financeira.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria dos *Stakeholders*

A obra de Freeman (1984), intitulada *Strategic Management: a stakeholder approach* trouxe a teoria dos *stakeholders* para o *mainstream* da literatura de gestão (FROOMAN, 1999). Segundo Freeman (1984), *stakeholders* são indivíduos ou grupos que podem afetar ou ser afetados pela empresa na obtenção de seus objetivos.

Existem na literatura outras definições para o termo, entre elas, a de Clarkson (1995) que divide os *stakeholders* em primários e secundários. Os *stakeholders* primários são essenciais para a sobrevivência da organização, e os *stakeholders* secundários afetam ou são afetados por ela, porém não são vitais para sua sobrevivência. Freeman, Harrison e Wicks (2007) aponta os acionistas, funcionários, clientes, fornecedores e comunidade como *stakeholders* primários, enquanto que governo, mídia e sindicatos são exemplos de *stakeholders* secundários.

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

Esta pesquisa se insere na dimensão instrumental da teoria uma vez que o objetivo do estudo é analisar a relação entre a saliência percebida pelos gestores e o desempenho financeiro das empresas. As sessões subsequentes apresentam o Modelo de Saliência e questões referentes às relações entre CSP e CFP.

2.2 Modelo de Saliência

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

O Poder pode ser definido como a probabilidade de um ator, dentro de uma relação social, realizar sua própria vontade apesar da resistência (WEBER, 1947). Os autores adotam a classificação de Poder de Etzioni (1964) a qual classifica o poder com base no tipo de recurso usado para seu exercício: o poder coercitivo baseia-se nos recursos físicos de força, violência ou constrangimento; o poder utilitário tem base em recursos materiais ou financeiros e o poder normativo, utiliza recursos simbólicos.

Para o atributo Legitimidade os autores adotam a definição de Suchman (1995) (*apud* MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997) que a define como "uma percepção generalizada ou

suposição de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas, ou apropriadas dentro de algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições".

A adição do atributo Urgência contribui para mover o modelo de estático para dinâmico. Urgência é definida como o grau em que um *stakeholder* necessita de atenção imediata e somente existe quando duas condições forem atendidas: 1)- quando o relacionamento ou reivindicação é de uma natureza sensível ao tempo e 2)- quando o relacionamento ou reivindicação é importante ou fundamental para o *stakeholder*.

A combinação dos atributos Poder, Legitimidade e Urgência dá origem a sete tipos de *stakeholders*, conforme a Figura 1:

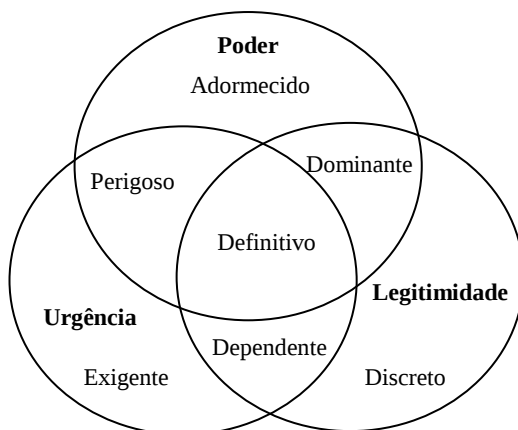


Figura 1 - Tipologia dos *stakeholders*
Fonte: Mitchell, Agle, Wood (1997, p.87)

A relevância do *stakeholder* será positivamente relacionada com o número acumulado de atributos percebido pelo gestor.

As classes de baixa saliência (áreas 1, 2 e 3), são chamadas de Latentes uma vez que possuem apenas um dos atributos. Nesta classe estão os *stakeholders* do tipo “Adormecido”, com o atributo Poder; “Arbitrário”, que possui a Legitimidade e o tipo “Reivindicador” com o atributo urgência.

Os *stakeholders* moderadamente salientes (áreas 4, 5 e 6) são denominados Expectantes e exercem influência na organização devido a posse de dois dos atributos. Nesta categoria estão o tipo “Dominante” que possui os atributos de Poder e Legitimidade; o “Dependente” com os atributos Urgência e Legitimidade e o “Perigoso” com Poder e Urgência.

A combinação de todos os três atributos (área 7) constitui os *stakeholders* Definitivos. Estes são os *stakeholders* com maior saliência na percepção dos gestores.

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

2.3 Performance Corporativa

A performance corporativa pode ser mensurada de diferentes formas. Nesta sessão discutem-se os conceitos de Performance Social Corporativa (CSP) e Performance Financeira Corporativa (CFP) e suas relações.

Conceitualmente, a CSP é uma variável agregada de observação indireta, pela qual busca-se avaliar o desempenho da organização no atendimento das demandas de seus diversos *stakeholders* (BOAVENTURA; SILVA; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012).

Um problema que tem atormentado os pesquisadores é o de medição da CSP (WADDOCK; GRAVES, 1997). A CSP é um constructo multidimensional, com comportamentos que variam em função de uma grande variedade de entradas (por ex. investimentos em equipamentos de controle de poluição ou outras estratégias ambientais), comportamentos internos ou processos (por ex. o tratamento de mulheres e minorias, a natureza dos produtos produzidos e relacionamentos com os clientes) e saídas (relações com a comunidade e programas filantrópicos) (WADDOCK; GRAVES, 1997).

Essa problemática é, também, apontada por Boaventura, Silva e Bandeira-de-Mello (2012) ao indicar duas questões como limitações dos estudos empíricos de CSP: a primeira refere-se a “quais” *stakeholders* avaliar e a segunda a “como” avaliar o atendimento de suas demandas. Diferentemente da CSP, as variáveis usadas para mensuração da CFP são facilmente encontradas na literatura (BOAVENTURA; SILVA; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012).

Em seu estudo, Boaventura, Silva e Bandeira-de-Mello (2012) identificaram que as variáveis mais utilizadas para mensurar a performance social são meio ambiente, funcionários, comunidade, clientes, fornecedores e acionistas, enquanto que as variáveis financeiras incluem ROA - *return on assets*, ROE - *return on equity*, crescimento de vendas, ROS - *return on sales*, margem de contribuição, Q de Tobin, participação de mercado, risco da firma, ROCE - *return on capital employed*, lucro operacional, fluxo de caixa e ganho por ação. Os autores destacam que o ROA é a variável mais utilizada, porém é importante se ter cautela com esse fato uma vez que esta variável representa o desempenho da empresa no curto prazo.

De acordo com Waddock e Graves (1997), as relações entre CSP e CFP podem ser abordadas sob dois aspectos: 1) quanto ao sinal do relacionamento e 2) quanto a direção de causalidade. O primeiro indica se a associação é negativa, neutra ou positiva e o segundo se é CSP influencia a CFP ou o contrário.

Em termos de sinal, segundo Bird *et al.* (2007), a literatura existente oferece suporte para todos os resultados possíveis:

1)- A visão neo-clássica sugere que despesas com as atividades de responsabilidade social incorrem em custos desnecessários, o que resultaria numa desvantagem competitiva e assim uma relação negativa entre essas atividades de responsabilidade e desempenho de mercado (AUPPERLE; CARROLL; HATFIELD., 1985)

2)- Defensores de uma relação neutra alegam que existem tantos outros eventos mais importantes que têm impacto sobre o desempenho financeiro e de mercado, que não há relação observável entre atividades de responsabilidade social da empresa e o seu desempenho (ULLMAN, 1985)

3)- A visão que adota a teoria dos *stakeholders* indica que haverá uma relação positiva entre as atividades de responsabilidade social corporativa e desempenho, uma vez que os custos são pequenos quando comparados aos benefícios (MOSKOWITZ, 1972).

Algumas pesquisas apontam para uma relação entre a CSP e CFP em forma de U, ou seja, as empresas com baixo CSP têm maior CFP do que empresas com CFP moderado, mas as empresas com alta CSP têm a maior CFP (BARNETT; SALOMON, 2012).

Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003), utilizando a técnica de meta-análise, analisaram 61 pesquisas que tinham como objetivo a análise da relação CSP-CFP. Como resultado os autores identificaram que (1) CSP é positivamente correlacionada com CFP, (2) a relação tende a ser bidirecional e simultânea, (3) reputação parece ser um importante mediador da relação, e (4) o não balanceamento dos *stakeholders*, o erro de amostragem, e erro de medição explicam entre 15% e 100% da variância de dos estudos em vários subconjuntos de correlações de CSP-CFP (ORLITZKY; SCHMIDT; RYNES, 2003).

Nesta pesquisa será analisada apenas a performance financeira da empresa e sua relação com a saliência percebida pelos gestores, uma vez que esta questão ainda é pouco discutida na literatura.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa tem como objetivo analisar a associação entre a saliência percebida pelos gestores e a performance financeira de uma amostra de 37 empresas brasileiras. Para tanto foram realizadas 2 etapas metodológicas: 1)- Etapa qualitativa e 2)- Etapa quantitativa

3.1 Etapa Qualitativa

Esta etapa da pesquisa tem como objetivo analisar a saliência dos *stakeholders*. O modelo de Mitchell, Agle e Wood (1997) foi empregado para a classificação dos *stakeholders* quanto a posse dos atributos poder, legitimidade e urgência.

Para tanto, foram utilizados dados secundários provenientes dos prospectos definitivos das empresas que fizeram ofertas públicas de ações nos anos de 2009 à 2011, os quais estão disponíveis no site da CVM. Assumiu-se como premissa que os prospectos refletem a percepção dos gestores em relação aos *stakeholders* no que tange os atributos do modelo.

Para a análise da saliência utilizou-se uma abordagem qualitativa de análise de conteúdo, conforme proposta por Bardin (2009). Foram analisados os *stakeholders* primários - acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, e comunidade (FREEMAN; HARRISON; WICKS, 2007).

Para a análise dos prospectos foi utilizado o *software* NVivo, versão 9. A medida utilizada para calcular o grau de saliência de cada *stakeholder* é o número de incidências das palavras que representam um atributo próximo às palavras que representam um *stakeholder*. Como parâmetro para a contagem das palavras definiu-se a distância de até 50 palavras entre a palavra que representa o atributo e a palavra que representa o *stakeholder*. Essa distância foi adotada, pois equivale à metade de um parágrafo médio e, dificilmente, um mesmo parágrafo aborda mais de um tema ou mais de um *stakeholder*.

As palavras consideradas equivalentes ao atributo Poder são: encargo, encargos, imposição, impor, obrigação, obrigações, regulador, regulamentador, monopólio, exclusividade, exclusivo, único, autoridade.

As palavras consideradas equivalentes ao atributo Legitimidade são: importância, importante, prestígio, prestigiado, influência, influente, respeito, preferência, preferido, reconhecimento, reconhecido, admiração, admirado, cultura, valores.

As palavras consideradas equivalentes ao atributo Urgência são: cronograma, prazo, imprescindível, imediato, imediatamente, rapidez, rapidamente e rápido.

Após a contagem de frequência de palavras, os resultados foram parametrizados numa distribuição linear entre 0 e 1 para que pudessem ser comparados. A saliência é, portanto, a soma dos *scores* de cada atributo, sendo que quanto maior esta soma, maior a saliência do *stakeholder*.

3.2 Etapa Quantitativa

Esta etapa tem como objetivo verificar a relação entre a Saliência dos *stakeholders* e a performance financeira da empresa. Os dados resultantes da etapa qualitativa foram utilizados

para a mensuração da Saliência, enquanto que os dados para a performance financeira foram levantados através da Econômicidade para o ano de 2012.

Adotou-se a técnica de regressão múltipla para análise dos dados. Segundo Hair (2009) a regressão múltipla se aplica tanto para previsão quanto para a explicação da variável dependente, através de um conjunto de variáveis independentes. Nesta pesquisa a técnica será aplicada com o propósito de explicação. Neste sentido, a interpretação dos resultados podem ser realizados sob três perspectivas: importância das variáveis independentes, tipos de relações encontradas ou análise das inter-relações entre as variáveis independentes (HAIR, 2009).

Tendo em vista garantir o poder estatístico é importante observar as suposições da técnica, as quais incluem: linearidade do fenômeno, independência dos erros, variância constante do termo de erro e a normalidade da distribuição dos erros. O número mínimo de observações por variável é 5, sendo que o tamanho ideal corresponde a 20 observações.

Para investigar as relações existentes entre Saliência e Performance Financeira foram estimadas regressões com duas variáveis financeiras, sendo ROA - *return on asset* e ROE - *return on*

O ROA e o ROE são variáveis comumente usadas em estudos empíricos para mensuração da performance. Os indicadores são obtidos pelo cálculo:

$$ROA = \frac{\text{LucroLiquido}}{\text{AtivoTotalMédio}}$$

$$ROE = \frac{\text{LucroLiquido}}{\text{PatrimonioLiquidoMédio}}$$

Serão testadas quatro equações:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \cdot SA_{\text{acion}} + \beta_1 \cdot SF_{\text{func}} + \beta_1 \cdot SC_{\text{lie}} + \beta_1 \cdot SF_{\text{ornec}} + \beta_1 \cdot SC_{\text{comun}} + \varepsilon$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \cdot SA_{\text{acion}} + \beta_1 \cdot SF_{\text{func}} + \beta_1 \cdot SC_{\text{lie}} + \beta_1 \cdot SF_{\text{ornec}} + \beta_1 \cdot SC_{\text{comun}} + \varepsilon$$

em que:

ROA – Retorno sobre o ativo (*return on asset*)

ROE – Retorno sobre o patrimônio líquido (*return on equity*)

SA_{acion} – Saliência do *stakeholder* Acionista

SF_{func} – Saliência do *stakeholder* Funcionário

SC_{lie} – Saliência do *stakeholder* Cliente

SF_{ornec} – Saliência do *stakeholder* Fornecedor

SC_{comun} – Saliência do *stakeholder* Comunidade

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 Etapa Qualitativa

Nesta etapa utilizou-se o Modelo de Saliência para a classificação dos *stakeholders* quanto a posse dos atributos poder, legitimidade e urgência.

A Saliência é mensurada através da soma dos *scores* de cada atributo, sendo que quanto maior esta soma, maior a saliência do *stakeholder*.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas referentes à Saliência dos *stakeholders* na amostra estudada.

Tabela 1 – Análise Descritiva dos Atributos e da Saliência.

		Acionistas	Funcionários	Clientes	Fornecedores	Comunidade
PODER	Média	0,1070	0,0270	0,0964	0,1238	0,0018
	Desvio Padrão	0,0465	0,0630	0,1750	0,0913	0,0065
	Coeficiente de variação (CV)	0,4348	2,3304	1,8145	0,7378	3,5584
	Soma	3,9595	1,0000	3,5676	4,5811	0,0676
LEGITIMIDADE	Média	0,0241	0,0476	0,1867	0,0796	0,0223
	Desvio Padrão	0,0210	0,0737	0,1970	0,0813	0,0358
	Coeficiente de variação (CV)	0,8716	1,5502	1,0552	1,0203	1,6041
	Soma	0,8933	1,7600	6,9067	2,9467	0,8267
URGÊNCIA	Média	0,0000	0,0324	0,2373	0,0064	0,0000
	Desvio Padrão	0,0000	0,0552	0,2229	0,0137	0,0000
	Coeficiente de variação (CV)	0,0000	1,7031	0,9391	2,1442	0,0000
	Soma	0,0000	1,2000	8,7818	0,2364	0,0000
SALIÊNCIA	Média	0,8108	0,8649	2,1351	1,4054	0,0541
	Desvio Padrão	0,5695	0,9178	0,8220	0,9563	0,2292
	Coeficiente de variação (CV)	0,7024	1,0612	0,3850	0,6804	4,2410
	Soma	29,9996	32,0013	78,9987	51,9998	2,0017

As médias da saliência, em ordem decrescente são: Clientes (2,1351), Fornecedores (1,4054), Funcionários (0,8649), Acionistas (0,8108) e Comunidade (0,0541).

Os resultados indicam elevados coeficientes de variação. Os maiores valores foram para Comunidade (4,2410) e Funcionários (1,0612) e os menores para Clientes (0,3850), Fornecedores (1,0612) e Acionistas (0,7024)

A alta variação para a Saliência indica que os gestores percebem os *stakeholders* de forma heterogênea e que a Saliência pode estar sendo influenciada por outras variáveis, além dos atributos.

4.2 Etapa Quantitativa

Nesta etapa procede-se a análise da relação entre saliência e as variáveis financeiras. Observa-se que foram identificados *missing values* nas variáveis. Neste caso, os dados faltantes foram substituídos pelo valor da média das observações da variável. Essa medida foi adotada por ser uma das práticas mais utilizada quando há ocorrência de dados faltantes (HAIR, 2009).

Conforme exposto na sessão de metodologia, para investigar as relações existentes entre Saliência e Performance Financeira foram estimadas regressões com duas variáveis financeiras, ROA - *return on asset* e ROE - *return on equity*.

A matriz de correlação entre as variáveis independentes são apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Matriz de Correlação das variáveis independentes

	SComunidade	SFornecedor	SFuncionário	SAcionista	SCliente
SComunidade	1,000	,056	,238	-,474	-,177
SFornecedor	,056	1,000	,068	,002	-,515
SFuncionário	,238	,068	1,000	,026	-,290
SAcionista	-,474	,002	,026	1,000	-,203
SCliente	-,177	-,515	-,290	-,203	1,000

Observa-se na Tabela 2 que as correlações entre as variáveis independentes são baixas. As maiores correlações obtidas são entre Saliência Cliente e Saliência Fornecedor, que possuem correlação negativa (-0,515), Saliência Acionista e Saliência Comunidade também apresentam correlação negativa (-0,474). Observa-se também que a correlação entre a variável Saliência Cliente e as variáveis de Saliência dos demais *stakeholders* é negativa.

4.2.1 Saliência de *Stakeholders* e ROA

No primeiro modelo de regressão múltipla a variável ROA - *return on asset* foi empregada como variável dependente e as variáveis Saliência Acionista, Funcionário, Cliente, Fornecedor, Comunidade como independentes.

Os resultados obtidos para as suposições da técnica são favoráveis, dado que a tolerância das variáveis assume valores entre 0,585 e 0,868, considerando-se uma multicolinearidade aceitável. Da mesma forma, a estatística VIP assume valores entre 1,152 e 1,710, indicando multicolinearidade aceitável. A estatística Durbin-Watson apresentou valor igual a 1,602 indicando independência dos resíduos, considerando os limites superior e inferior de 1,07 a 1,83 para a amostra de 37 observações. Quanto à normalidade dos resíduos, os resultados não atendem a premissa da técnica.

Os resultados obtidos no modelo são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Resultados da Regressão para a variável dependente ROA - *return on asset*

Modelo	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes padronizados		
Variável	B	Std. Error	Beta	Sig.	R ²
Constante	4,208	3,473		,235	0,183
Saliência Acionista	-6,898	26,428	-,052	,796	
Saliência Funcionário	15,112	6,967	,378	,038**	
Saliência Cliente	-3,400	2,904	-,248	,251	
Saliência Fornecedor	-2,061	8,757	-,045	,815	
Saliência Comunidade	66,392	39,060	,340	,099*	

** Significante ao nível de 5%

* Significante ao nível de 10%

Observa-se que a equação apresentou um poder explicativo fraco, dado que obteve-se um R² de 0,183, ou seja, 18,3% da variação do ROA é explicada pela variação combinada da Saliência dos *Stakeholders* Acionista, Funcionário, Cliente, Fornecedor e Comunidade.

Os coeficientes das variáveis Saliência Acionista, Cliente, Fornecedor, não apresentaram significância estatística. Apenas o coeficiente da variável Saliência Funcionário apresenta significância estatística ao nível de 5%, e da variável Saliência Comunidade apresenta significância estatística ao nível de 10%.

Os resultados mostram uma associação da Saliência dos *stakeholders* Funcionário e Comunidade com o ROA, dado que obteve-se coeficiente positivo e significativo. O beta da variável Saliência Funcionário apresentou valor igual a 0,378, e da variável Saliência

Comunidade 0,340. Isto significa que 37,8% dos 18,3% são decorrentes da variável Saliência Funcionários e 34% deste percentual são da variável Saliência Comunidade.

Este resultado pode indicar que as empresas analisadas que percebem os *stakeholders* funcionários e comunidade como mais salientes, apresentam maior performance em relação ao ROA. No entanto, devido ao baixo valor explicativo da equação ($R^2 = 0,183$) não se pode concluir que existe uma relação entre as variáveis.

4.2.2 Saliência de *Stakeholders* e ROE

No segundo modelo de regressão múltipla a variável ROE - *return on equity* foi empregada como variável dependente e as variáveis Saliência Acionista, Funcionário, Cliente, Fornecedor, Comunidade como independentes.

Os resultados obtidos para as suposições da técnica são favoráveis, dado que a tolerância das variáveis assume valores entre 0,585 e 0,868, considerando-se uma multicolinearidade aceitável. Da mesma forma, a estatística VIP assume valores entre 1 e 10, indicando multicolinearidade aceitável. A estatística Durbin-Watson apresentou valor igual a 1,543 indicando independência dos resíduos, considerando os limites superior e inferior de 1,07 a 1,83 para a amostra de 37 observações. Quanto à normalidade dos resíduos, os resultados não atendem a premissa da técnica.

Os resultados obtidos no modelo são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Resultados da Regressão para a variável dependente ROE - *return on equity*

Modelo	Coeficientes Não padronizados		Coeficientes padronizados		
Variável	B	Std. Error	Beta	Sig.	R ²
Constante	13,748	11,310		,233	0,202
Saliência Acionista	-61,256	86,055	-,140	,482	
Saliência Funcionário	21,564	22,684	,164	,349	
Saliência Cliente	-9,323	9,455	-,207	,332	
Saliência Fornecedor	8,723	28,513	,058	,762	
Saliência Comunidade	344,196	127,185	,535	,011**	

** Significante ao nível de 5%

* Significante ao nível de 10%

Observa-se que a equação apresentou um poder explicativo fraco, dado que obteve-se um R^2 de 0,202, ou seja, 20,2% da variação do ROE é explicada pela variação combinada da Saliência dos *Stakeholders* Acionista, Funcionário, Cliente, Fornecedor e Comunidade.

Os coeficientes das variáveis Saliência Acionista, Cliente, Fornecedor e Funcionário não apresentaram significância estatística. Apenas o coeficiente da variável Comunidade apresentou significância estatística ao nível de 5%.

Os resultados mostram uma associação da Saliência do *stakeholder* Comunidade com o ROE, dado que obteve-se coeficiente positivo e significativo. O beta da variável apresentou valor igual a 0,535, ou seja, 53,5% dos 20,2% são decorrentes da variável Saliência do *stakeholder* Comunidade.

Este resultado pode indicar que as empresas analisadas que percebem o *stakeholder* comunidade como mais saliente, apresentam maior performance em relação ao ROE. No entanto, devido ao baixo valor explicativo da equação ($R^2 = 0,202$) não se pode concluir que existe uma relação entre as variáveis.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar associação entre a saliência percebida pelos gestores e a performance financeira. Para tanto foram realizadas duas etapas metodológicas: a primeira etapa foi uma análise qualitativa para a identificação da saliência dos *stakeholders* primários (acionistas, funcionários, clientes, fornecedores e comunidade) e a segunda etapa foi quantitativa, a qual averiguou a associação entre a saliência e a performance financeira.

Os resultados mostram uma possível associação da Saliência dos *stakeholders* Funcionário e Comunidade com o ROA e da Saliência do *stakeholder* Comunidade com o ROE. No entanto, estes resultados não são conclusivos e limitam-se à amostra analisada.

Ressalta-se que o estudo desta relação ainda é pouco explorado na literatura, registrando-se o estudo anterior de Agle, Mitchell, e Sonnenfeld (1999) que não encontraram apoio para a relação saliência e performance. No entanto, os resultados encontrados nesta pesquisa revelam que esta relação ainda pode ser explorada em pesquisas futuras.

O tamanho da amostra apresenta-se como uma limitação desta pesquisa. Embora atenda ao nível mínimo exigido pela técnica utilizada, isso pode reduzir o poder estatístico, além de não permitir generalizações. Outra limitação corresponde a abordagem de corte transversal, a qual não permite inferir relações de causa e efeito entre as variáveis.

Para futuras pesquisas sugere-se aplicar este estudo a uma amostra maior de empresas tendo em vista analisar se os resultados encontrados se confirmam. Outra possibilidade de pesquisa é a realização de um estudo longitudinal a fim de investigar a relação de causalidade entre saliência e performance financeira.

Como contribuição o estudo testa empiricamente a relações entre a saliência e a performance financeira no contexto brasileiro.

REFERÊNCIAS

- AGLE, B. R.; MITCHELL, R. K.; SONNENFELD, J.A. Who matters to ceos? An investigation of *stakeholder* attributes and salience , corporate performance , and ceo values. **Academy of Management Journal**, v.42, n.5, p.507–525, 1999.
- AUPPERLE, G.; CARROLL, A.; HATFIELD, J. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability, **Academy of Management Journal**, v.22, p. 501–515, 1985.
- BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Lisboa, Portugal; Edições 70, LDA, 2009.
- BARNETT, M.L.; SALOMON, R.M. Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. **Strategic Management Journal**, v.33, p. 1304–1320, 2012.
- BIRD, R.; HALL, D. A.; MOMENT'E, F.; REGGIANI, F. What corporate social activities are valued by the market? **Journal of Business Ethics**, v.76, n.2, p.189-206, 2007.
- BOAVENTURA, J. M. G.; SILVA, R.S.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa : Desenvolvimento Metodológico e Contribuição Teórica dos Estudos Empíricos. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v.23, n.60, 232–245, 2012.
- CLARKSON, M. B. E. A *stakeholder* framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of Management Review**. v.20, n.1, p.92-117, 1995.

- DAVID, P.; BLOOM, M.; HILLMAN, A. J. Investor Activism, Managerial Responsiveness, and Corporate Social Performance. **Strategic Management Journal**, v.28, n.1, p.91-100, 2007.
- DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. Theory The Stakeholder Of The Concepts , Evidence , Corporation : And Implications. **Academy of Management Review**, v.20, n.1, p.65–91, 1995.
- EGELS-ZANDÉN, N.; SANDBERG, J. Distinctions in descriptive and instrumental stakeholder theory: a challenge for empirical research. **Business Ethics: A European Review**, v.19, n.1, p.35–49, 2010.
- ETZIONI, A. **Modern organizations**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1964.
- FREEMAN, R.E. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.
- FREEMAN, R. E.; HARRISON, J. S.; WICKS, A. C.; PARMAR, B. L.; COLLE, S. **Stakeholder theory: the state of the art**. New York: Cambridge University Press, 2010.
- FROOMAN, J. Stakeholder influence strategie. **Academy of Management Review**, v.24, n.2, p.191–205, 1999.
- HAIR Jr., J. F.; Black, W. C.; Babin, B. J.; Anderson, R. E. **Multivariate Data Analysis**. 7th ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2009.
- Moskowitz, M. Choosing Socially Responsible Stocks. **Business and Society**, v.1, p.71–75, 1972.
- MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and really counts. **Academy of Management Review**, v.22, n.4, p.853-886, 1997.
- NEVILLE, B. A.; BELL, S. J.; WHITWELL, G. J. Stakeholder Salience Revisited: Refining, Redefining, and Refueling an Underdeveloped Conceptual Tool. **Journal of Business Ethics**, v.102, n.3, p.357–378, 2011.
- ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F. L.; RYNES, S. L. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. **Organization Studies**, 24 (3) 403–441, 2003.
- PHILLIPS, R.; FREEMAN, R. E.; WICKS, A. C. What stakeholder theory is not. **Business Ethics Quarterly**, 13(4), 479-502, 2003.
- PHILLIPS, R.A.; REICHART, J. The Environment as a Stakeholder? A Fairness-Based Approach1. **Journal of Business Ethics**, 23, 185–197, 2000.
- ULLMANN, R. A. Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship among Social Performance, Social Disclosure and Economic Performance, **Academy of Management Review**, 10, 450–477, 1985.
- WADDOCK, S. A.; GRAVES, S. B.. The Corporate Social Performance – Financial Performance Link. **Strategic Management Journal**, 18 (4), 303–319, 1997.
- WEBER, M. **The theory of social and economic organization**. New York: Osford University Press, 1947.