

Teoria dos *Stakeholders* e Teoria da Firma: um Estudo sobre a Hierarquização das Funções-Objetivo em Empresas Brasileiras.

Autoria: João Maurício Gama Boaventura, Fernando Rodrigues Cardoso, Edison Simoni da Silva, Ralph Santos da Silva, Denis Donaire

Resumo

As discussões envolvendo a Teoria da Firma e a Teoria dos *Stakeholders* são contemporâneas e polêmicas. Um dos pontos centrais destas discussões refere-se à seleção da função-objetivo das empresas, se uma ou outra, e a compatibilidade entre estas. Diversos estudos empíricos buscam testar uma possível correlação entre as duas funções, não se tendo encontrado até o momento um consenso. Esta pesquisa prima pela originalidade ao propor uma nova hipótese: há ou não uma subordinação da função-objetivo dos *stakeholders* à dos *shareholders*? Este trabalho investiga esta questão em empresas brasileiras de capital aberto e que publicaram o Balanço Social no modelo do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas – IBASE, no período de 1999 a 2006. Para a função-objetivo da teoria dos *shareholders* criou-se uma *proxy* contemplando três indicadores: o ROE (*return on equity*), o *EnterpriseValue* e o *QdeTobin*. Para a função-objetivo dos *stakeholders* criou-se outra *proxy* com os indicadores do balanço social IBASE: sociais internos – ISI, sociais externos - ISE e ambientais – IAM. As hipóteses foram testadas com testes não-paramétricos (χ^2) e paramétricos (coeficiente de correlação para frequências). Os resultados demonstraram não haver subordinação da função-objetivo dos *stakeholders* em relação à dos *shareholders* nas empresas pesquisadas.

Introdução

A função-objetivo da empresa serve como norteador para a tomada de decisão por parte dos gestores. Até o final do século passado a Teoria da Firma e suas evoluções vinham se apresentando como único referencial para a definição da função-objetivo das empresas. Mais recentemente a Teoria dos *Stakeholders* constituiu-se em uma alternativa para a definição da função-objetivo. A importância deste tema estimulou o desenvolvimento de diversos estudos teóricos e empíricos acerca da compatibilidade das definições da função-objetivo da empresa em função das duas Teorias.

Os estudos empíricos encontrados buscam testar uma possível correlação entre o desempenho social e econômico das empresas, associando o desempenho social à função-objetivo dos *stakeholders* e o desempenho econômico à função-objetivo dos *shareholders*. Ressalte-se que uma avaliação considerando o resultado agregado de tais estudos é inconclusiva.

Esta pesquisa prima pela originalidade ao propor uma nova hipótese: há ou não uma subordinação da função-objetivo dos *stakeholders* à dos *shareholders*? Ou seja, independente de haver ou não correlação entre as duas funções-objetivos, haveria a subordinação de uma função em relação à outra? Especificamente é testado se a função-objetivo dos *stakeholders* somente é atendida se previamente a função-objetivo dos *shareholders* o tiver sido.

Neste sentido, o objetivo principal deste estudo consiste em investigar a possível hierarquização na adoção da função-objetivo por parte de empresas brasileiras.

Referencial Teórico

O embasamento conceitual deste estudo apóia-se em duas teorias: dos *Stakeholders* e da Firma. A primeira encontra na obra de Freeman (1984) sua base teórica. A segunda, mais antiga, remonta ao século XVIII, apresentou diversas evoluções e para fins deste estudo pode-se destacar a obra de Friedman (1962), Nobel de Economia, quem defende a empresa possuir um único objetivo: o desempenho econômico.

Tais teorias têm origens distintas e são estudadas em diferentes campos da Administração. A teoria da firma é abordada na área de finanças, cuja tradição é empregar métodos quantitativos

em estudos empíricos. Já a teoria dos *stakeholders* possui origens na sociologia, comportamento organizacional e administração de conflitos, onde nos estudos empíricos predominam métodos qualitativos. Estas diferenças de origem conceitual e de abordagens metodológicas entre as duas teorias são suficientes para explicar a complexidade que envolve a discussão deste tema.

Conforme se pode esperar, diversas são as diferenças entre as duas teorias. A título de ilustração pode-se citar Smith (2003), quem esclarece que de acordo com a teoria dos *shareholders* estes adiantam o capital para que os gestores o empreguem apenas naquilo em que autorizaram, enquanto que na teoria dos *stakeholders* os gestores têm obrigações para com tanto *shareholders* como *stakeholders*, devendo a ambos prover benefícios. Em outras palavras, há evidências de discordância entre estudiosos quanto à legitimidade dos *stakeholders*.

Teoria da Firma: Maximização da Riqueza dos Acionistas

A teoria da maximização da riqueza dos acionistas tem suas raízes na teoria da firma. Pode-se afirmar que a teoria da firma teve início com o nascimento da Ciência Econômica, no século XVIII, com a obra de Adam Smith sobre as origens da riqueza das nações¹. Todavia, vários trabalhos desenvolvidos ao longo do século XX, em especial o de Coase (1937) sobre a economia dos custos de transação, modificaram e enriqueceram a teoria da firma. Para mais detalhes sobre a evolução da teoria da firma, veja a obra de Hart (1989).

A teoria da firma assevera que o objetivo de uma empresa é a maximização dos lucros. Toda a teoria microeconômica é construída a partir deste paradigma. Veja, por exemplo, o texto de Mankiw (2005, p. 268): “os economistas normalmente assumem que o objetivo de uma empresa é maximizar o lucro e que essa hipótese funciona bem na maioria dos casos”.

Claro que a questão da maximização dos lucros deve ser bem definida. Afinal, de que lucro está se falando? Deve ser utilizada uma definição contábil ou econômica para os lucros? Devem ser maximizados os lucros de curto ou de longo prazo? De acordo com Jensen (2001), se perguntarmos para os economistas qual deve ser o objetivo de uma empresa, teríamos como resposta que os administradores das empresas devem perseguir a maximização do valor de mercado de longo prazo das empresas (reflexo da sua capacidade de gerar caixa no longo prazo). Ao maximizar o valor da empresa, os acionistas teriam a sua riqueza maximizada também (os acionistas têm direito a tudo o que sobra da empresa após todas as demais partes relacionadas receberem a sua parte).

Os livros-texto na área de Finanças seguem esta abordagem. Brealey e Myers (2002, p. 3), por exemplo, afirmam que “o sucesso na administração financeira é aumentar valor”. Outras obras, como por exemplo a de Ross, Westerfield e Jaffe (2002), utilizam a mesma abordagem. Todas as técnicas relacionadas com a administração financeira das empresas utilizam a abordagem da maximização da riqueza dos acionistas. Na avaliação de investimentos, por exemplo, deve-se indicar a implementação somente de projetos que tenham valor presente líquido positivo, aumentando o valor da empresa. Nas decisões de estrutura de capital, tema controverso em Finanças, deve-se buscar a estrutura que minimize os custos de financiamento das empresas, aumentando o seu valor, *ceteris paribus*.

Teoria dos Stakeholders

Segundo Donaldson e Preston (1995), o termo *stakeholder* foi inicialmente empregado na área de administração em um memorando interno do Stanford Research Institute – SRI em 1963. O conceito inicial do termo era designar todos os grupos sem os quais a empresa deixaria de existir. De acordo com este memorando, os grupos de *stakeholders* incluiriam acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores e a sociedade. Este memorando ainda propõe que os gestores deveriam compreender os interesses dos *stakeholders* e então desenvolver objetivos compatíveis com estes.

A definição mais empregada na literatura do termo *stakeholder* é a de Freeman (1984), segunda a qual *stakeholder* é qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar a obtenção dos objetivos organizacionais ou que é afetado pelo processo de busca destes objetivos. Freeman (1984) acrescenta que *stakeholders* são grupos que têm direito legitimado sobre a organização.

Todavia, há outras definições encontradas na literatura. Algumas mais amplas, como a Mitchell *et al.* (1997) e outras menos abrangentes, como a de Clarkson (1995), segundo o qual a empresa deixaria de existir apenas levando-se em conta os *stakeholders* primários, que teriam maior importância, deixando-se os secundários em segundo plano.

Para Mitchell *et al.* (1997) as principais diferenças entre as definições estreitas e amplas do termo *stakeholder* são quanto à natureza da preocupação com os interesses destes e a empresa. As visões menos amplas do termo buscam definir grupos relevantes em função dos principais interesses econômicos, enquanto que as visões amplas são baseadas na realidade empírica de como as organizações podem ser afetadas ou podem afetar quase tudo e todos.

Há diversos aspectos que envolvem esta teoria. Segundo Donaldson e Preston (1995), os aspectos envolvendo os *stakeholders* podem ser usados de formas distintas pelas empresas e reconhecem três tipos de uso: descritivo, instrumental e normativo. O aspecto descritivo ocorre quando a empresa utiliza o modelo para representar e entender as suas relações e papéis nos ambientes: externo e interno. O aspecto instrumental é evidenciado quando o modelo é usado como uma ferramenta de gestão para os administradores. Já o uso normativo surge quando a administração reconhece os interesses de todos os *stakeholders*, conferindo a estes uma importância intrínseca.

Em conferência ocorrida em Toronto, segundo Clarkson *et al.* (1994), Freeman afirmou que a questão normativa central da teoria dos *stakeholders* apóia-se nas propostas de Evan e Freeman (1993) “O verdadeiro propósito da empresa é ... servir de veículo para coordenar os interesses dos *stakeholders*” e de Clarkson (1988) “o propósito da empresa é criar e distribuir riqueza aos *stakeholders* primários...”.

Outra característica da teoria dos *stakeholders* é seu caráter relacional. Neste sentido Pesquex e Damak-Ayadi (2005) explicam que a teoria dos *stakeholders* apresenta-se como uma teoria das organizações que propõe um modelo relacional, interligando indivíduos, grupo, comunidade, empresa, instituições e o Estado.

Kaler (2003) esclarece que a teoria dos *stakeholders* tem suas variações e apresenta estudo com uma tipologia das diferenças encontradas na literatura, a exemplo de se considerar ou não *shareholders* e *stakeholders* na mesma categoria ou ainda em como identificar quais os *stakeholders* que teriam legítimos direitos em relação à empresa.

Considerações à Teoria da Firma

Estudo realizado por Alchian e Demsetz (1972), no âmbito da teoria da firma, indica que a supervisão feita por um proprietário-gestor reduz os problemas causados pelo comportamento oportunista dos integrantes das equipes de trabalho nas firmas e permite que se alcance resultados superiores em função da sinergia obtida pelo trabalho em equipe. É claro que os gestores terão maior incentivo para efetuar a supervisão se o objetivo do trabalho realizado pela firma for a maximização da sua riqueza.

Sundaram e Inkpen (2004) afirmam que as demais partes relacionadas com a empresa que não são acionistas (clientes, empregados, fornecedores e clientes) possuem a proteção e os benefícios de contratos e da legislação, o que não ocorre com os acionistas.

Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004) argumentam ainda que ao maximizar o valor da empresa (e não apenas o capital acionário), todos os públicos envolvidos seriam beneficiados (e não apenas os proprietários).

Outro argumento favorável à adoção do objetivo de maximização do valor das empresas apontado por Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004) é que se trata de um objetivo claro, que evita problemas em situações de possíveis conflitos entre os diversos públicos envolvidos com as empresas. Em contraposição, ter mais de um objetivo pode tornar a administração de uma empresa confusa ou até mesmo inviável.

Sundaram e Inkpen (2004) apresentam mais dois argumentos favoráveis à abordagem da maximização do valor da empresa: a) a busca de equilíbrio entre as partes relacionadas (ver próxima subseção) pode levar a uma redução dos incentivos ao empreendedorismo nas empresas, pois fornecedores, empregados e credores têm interesse na redução dos riscos dos fluxos de caixa da empresa; b) as demais partes relacionadas com a empresa que não são acionistas podem, caso queiram, facilmente se transformar em acionistas (em especial em mercados com controle acionário pulverizado, que é o caso dos EUA), mas o movimento contrário não é tão simples assim.

Por fim, do ponto de vista normativo, conforme lembram Silveira, Yoshinaga e Borba (2005) os administradores são contratados pelos conselhos de administração, que, por sua vez, são eleitos pelos acionistas para representar os seus interesses. Assim, os administradores deveriam agir em defesa dos interesses dos acionistas.

É importante destacar que a teoria da maximização da riqueza dos acionistas também sofre críticas. Sundaram e Inkpen (2004), defensores da teoria da maximização da riqueza dos acionistas, reconhecem fraquezas na abordagem da maximização da riqueza dos acionistas. Os gestores podem simplesmente transferir riqueza dos vários públicos interessados na empresa para os acionistas em vez de realmente aumentar o valor da empresa. Também há falhas nos contratos que não podem ser sanadas e que podem gerar externalidades negativas. Isto impede que as partes relacionadas avaliem adequadamente todas as conseqüências do seu relacionamento com a empresa. Todavia, os problemas persistiriam, ou até mesmos se intensificariam, se a abordagem para a definição do objetivo das empresas fosse outra.

Jensen (2001), mesmo sendo crítico em relação à teoria dos *stakeholders*, afirma que não há possibilidade de maximizar o valor da empresa em longo prazo se os gestores ignorarem ou prejudicarem alguém importante envolvido com a empresa. Porém, lembra o autor que, mesmo atendendo aos interesses de importantes *stakeholders*, o principal objetivo deve ser a maximização do valor da firma.

Considerações à Teoria dos Stakeholders

Em diversos estudos observam-se muitos argumentos favoráveis à teoria dos *stakeholders*, afirmando que com esta teoria a organização possui uma postura administrativa mais estratégica, favorecendo a geração de inúmeros benefícios para a empresa. Neste sentido, como a teoria dos *stakeholders* é explicativa e normativa, segundo Jones e Wicks (1999), esta se constitui em um importante recurso para demonstrar como os gestores devem agir em relação aos negócios.

Defensores da teoria dos *stakeholders*, como Donaldson e Preston (1995), afirmam que há necessidade dos administradores reconhecerem os diferentes grupos envolvidos com a organização e seus interesses específicos e neste sentido a teoria dos *stakeholders* constitui-se uma importante referência, uma vez que permite verificar a influência de cada um dos grupos envolvidos com a organização, entendendo como esta influência acontece.

Para Campbell (1997) a teoria dos *stakeholders* é fundamental para se entender como gerar riqueza nas empresas, demonstrando que não é possível para as empresas sobreviver sem entregar valor a importantes *stakeholders*; neste sentido, embora os *shareholders* tenham alguns direitos diferentes dos demais *stakeholders*, isto não lhes confere um direito desbalanceado em receber os benefícios da empresa. Ainda para Campbell (1997) uma

empresa no mercado de capitais não terá sucesso se não atender o interesse dos diversos *stakeholders* e isto deve estar contemplado nos objetivos da empresa.

Embora alguns autores, a exemplo de Marcoux (2003), argumentem que a teoria dos *stakeholders* é falha no aspecto moral uma vez que as obrigações fiduciárias estão restritas aos *shareholders* e portanto apenas estes deveriam ter direito aos benefícios fiduciários; em contrapartida, há outros, como Marens e Wicks (1999), que afirmam serem as obrigações fiduciárias apenas uma de diversas outras obrigações legais, as quais se estendem a outros *stakeholders* que não apenas os *shareholders*.

As críticas apresentadas em relação à teoria dos *stakeholders* são normalmente oriundas de pesquisadores da área de finanças e fundamentadas nos mesmos aspectos que tais autores utilizam para defender a teoria da maximização do valor da empresa.

Alguns autores criticam a teoria dos *stakeholders* por não oferecer objetivos claros aos gestores como Jensen (2001) e Dufrene e Wong (1996). De acordo com Dufrene e Wong (1996) os interesses dos *stakeholders* são em muitos casos incompatíveis entre si, fato que não permitiria uma decisão clara por parte dos gestores.

Sundaram e Inkpen (2004) e, mais recentemente, Sundaram (2006) criticaram a teoria dos *stakeholders* em função de que nas empresas de capital aberto qualquer *stakeholder* pode transformar-se em *shareholder* comprando ações no mercado e na condição de acionista participar das decisões da empresa via conselho, entretanto, o inverso não é verdadeiro.

Há ainda críticas de caráter científico, como as expostas por Key (1999) ao explicar que uma teoria deve contemplar uma sistemática capaz de explicar a realidade e, particularmente, a teoria dos *stakeholders* tem sido falha em quatro sentidos: inadequada na explicação de seu processo, vinculação incompleta entre as variáveis internas e externas, insuficiente atenção ao sistema em que o negócio opera e os diferentes níveis de análise de sistema e inadequada na forma de avaliar o ambiente.

Função-Objetivo da Empresa

A função-objetivo da empresa serve como norteador para a tomada de decisão por parte dos gestores e neste sentido esta deve determinar um objetivo claro que sirva como referencial para o processo decisório.

Para Jensen (2001) a função objetivo deve referenciar um objetivo único e critica eventuais sugestões em contrário argumentando que múltiplos objetivos confundiriam as decisões dos gestores. Neste sentido este autor aponta que a discussão não deve ser estruturada como teoria da firma *vs.* teoria dos *stakeholders*, mas sim em busca por um único objetivo corporativo ao invés de múltiplos objetivos.

Outros aspectos relacionados à função-objetivo foram levantados por Silveira *et al.* (2005), que afirmam que no que tange as discussões sobre a função-objetivo das empresas, questões básicas precisam ser respondidas por qualquer corporação, tais como: qual é o real objetivo da empresa? em função de quais interesses as organizações devem ser geridas? quais devem ser os critérios para tomada de decisão e avaliação de desempenho? como devem ser definidos os *tradeoffs* entre os diversos interesses conflitantes nas corporações?

Estudos acerca da Função-Objetivo dos Stakeholders e dos Shareholders

O tema que envolve a teoria dos *stakeholders* e a teoria da firma gerou diversos estudos empíricos buscando evidências que corroborassem ou não as teorias.

Arlow e Gannon (1982) estudaram 7 pesquisas que correlacionavam o desempenho social e econômico de empresas e relataram que os resultados eram inconclusivos.

A análise de tais trabalhos também chamou a atenção de Griffin e Mahon (1997) que ao longo de 25 anos estudaram 51 artigos científicos empíricos comparando o desempenho social e

corporativo de empresas na área química. Estes autores atestam que não encontraram correlação entre alto ou baixo desempenho social e desempenho financeiro.

Outro exemplo destes estudos empíricos é o Holder *et al.* (1998), que através de estudo estatístico encontraram uma relação positiva entre o atendimento aos interesses de *stakeholders* não acionistas e aumento do valor de mercado da empresa.

Recentemente Borba (2005) investigou 14 destes trabalhos e verificou que basicamente os mesmos buscavam testar hipóteses acerca das teorias dos *stakeholders* e da teoria da firma, identificando relações positivas, negativas ou nulas, sem uma convergência. Borba (2005) atribuiu esta divergência de resultados às dificuldades de definição conceitual e de mensuração do desempenho social e corporativo.

Com relação aos estudos empíricos, constata-se, em especial, que estes basicamente buscavam correlacionar o desempenho social e econômico das empresas a partir da definição de funções-objetivo. Ao menos na literatura investigada não se encontrou estudo que abordasse a questão de pesquisa deste trabalho: a existência ou não da subordinação da função objetivo dos *stakeholders* à função-objetivo dos *shareholders*.

Natureza deste estudo acerca da Função-Objetivo dos Stakeholders e dos Shareholders

A natureza deste estudo acerca da função-objetivo dos *stakeholders* e dos *shareholders* difere dos demais estudos encontrados, os quais buscam testar uma possível correlação entre o desempenho social e econômico das empresas, associando o desempenho social à função-objetivo dos *stakeholders* e o desempenho econômico à função-objetivo dos *shareholders*.

Esta pesquisa propõe uma hipótese original, ao menos em relação à literatura investigada, buscando verificar se há ou não uma hierarquia no atendimento dos interesses de *shareholders* e dos demais *stakeholders*.

Aspectos Metodológicos

A presente pesquisa utiliza-se do método quantitativo, para explicar os fenômenos estudados por este trabalho, constituindo-se de um estudo explicativo que verifica hipóteses. Caracteriza-se também como empírica e analítica, utilizando de dados amostrais para atendimento aos objetivos propostos. Estudos deste tipo supõem que as medidas utilizadas sejam além de precisas e confiáveis, construídas de modelos que permitam descrever ou demonstrar relações de causalidade (SELLTIZ *et al.* 1974).

A pesquisa empregou o uso de dados secundários, obtidos nos sítios da Economática e do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas - IBASE.

População Alvo do Estudo

Nesta pesquisa não há composição de amostra, uma vez que este estudo utilizará todas as companhias abertas não financeiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e que publicaram o Balanço Social segundo o modelo do IBASE. Os dados das empresas que compõem a população desta pesquisa são dos anos de 1999 à 2006, período em que existem dados disponíveis para a realização deste estudo.

As empresas que compõem a população-alvo devem possuir no mínimo dois anos de publicação do balanço social, modelo IBASE e três anos de publicação de informações financeiras. Esta condição é necessária para possibilitar a análise comparativa dos períodos estudados. Com base nesta condição a população-alvo do estudo é de 65 empresas.

Instrumento de Medida do atendimento da Função-objetivo dos Stakeholders - FoSTK

O instrumento de medida do atendimento da função-objetivo dos *stakeholders* utilizado neste estudo - *FoSTK* é uma *proxy* que contempla os três indicadores encontrados no balanço social modelo IBASE: sociais internos - ISI, sociais externos - ISE e ambientais - IAM. Na

formação do *FoSTK* cada um dos indicadores do IBASE foi transformado em variáveis binárias, ou seja, verificando se a empresa distribuiu ou não recursos aos *stakeholders*, atribuindo-se respectivamente valores 1 (um) ou 0 (zero). Além disto, para se evitar que empresas que distribuíram valores irrisórios aos *stakeholders* fossem classificadas como tendo atendido o interesse dos *stakeholders*, definiu-se um valor mínimo de distribuição para cada indicador do IBASE, conforme apontado na Tabela-1. Outro ajuste nestes indicadores foi a exclusão de valores destinados a encargos sociais compulsórios e tributos.

Dessa forma a função-objetivo dos *stakeholders*, neste estudo é definida por:

$$Fo\ STK = ISI + ISE + IAM$$

Tabela 1 : Distribuição mínima de recursos aos *stakeholders*

| Indicador Social | % da Receita Líquida da Empresa |
|------------------|---------------------------------|
| ISI | 0,1 |
| ISE | 0,05 |
| IAM | 0,01 |

Fonte : autores

Enfim, considerou-se que uma empresa atendeu aos interesses de seus *stakeholders*, e dessa forma atendeu à função-objetivo dos *stakeholders*, quando o valor da função-objetivo *FoSTK* fosse igual ou maior que 2 (dois).

Instrumento de Medida do atendimento da Função-objetivo dos Shareholders - *FoSHR*

Assim como o *FoSTK*, o instrumento de medida do atendimento da função-objetivo dos *shareholders* – *FoSHR* empregado neste estudo é uma *proxy* que contempla três indicadores voltados a este fim, um referente a medidas contábeis, o ROE (*return on equity*) – Retorno sobre o Patrimônio Líquido e dois referentes a valor de mercado, o *EnterpriseValue (EV)* e o *QdeTobin*.

Adotou-se neste estudo o *EnterpriseValue* conforme definição operacional da Econômatica:

$$EnterpriseValue\ (EV) = VMCP + DTL + PAM$$

VMCP - valor de mercado do capital próprio (número de ações x preço da ação)
 DTL - dívida total líquida (financiamento CP + financiamento LP + debêntures CP + debêntures de LP - disponível e investimentos CP - aplicações financeiras CP)
 PAM - participação dos acionistas minoritários

O indicador *QdeTobin* adotado é uma forma simplificada do original e proposta por Chung e Pruitt (1994):

$$QdeTobin = (VMA + VMAP + DIVT) / AT$$

VMA – valor de mercado das ações ordinárias
 VMP – valor de mercado das ações preferenciais
 DIVT – valor contábil do exigível total
 AT – ativo total

O ROE (*return on equity*) – Retorno sobre o Patrimônio está calculado da seguinte forma:

$$ROE = \text{Lucro Líquido Disponível} / \text{Patrimônio Líquido}$$

Neste estudo faz-se um ajuste ao ROE, intitulando-o de *ROE'*, sendo este segundo o primeiro deduzido o custo de oportunidade, nesta pesquisa arbitrado pela taxa de juros interbancária, o CDI. Portanto o *ROE'* será :

$$ROE' = ROE - CDI_n$$

CDI_n – taxa acumulada do CDI referente ao período de apuração do ROE

Os indicadores *EnterpriseValue* e *QdeTobin* são transformados em variáveis binárias, atribuindo-se 1 (um) para uma variação positiva da variável de um ano para o próximo, e 0 (zero) para uma variação negativa. Já o *ROE'*, em função de sua natureza já representar o período de um ano, dispensa o ajuste de variação anual. Desta forma, a *FoSHR* pode ser calculada como abaixo:

$$FoSHR = \Delta EnterpriseValue + \Delta QdeTobin + \Delta ROE'$$

$$\Delta EnterpriseValue = EnterpriseValue_{anoT+1} - EnterpriseValue_{anoT}$$

$$\Delta QdeTobin = QdeTobin_{anoT+1} - QdeTobin_{anoT}$$

Enfim, considerou-se que uma empresa atendeu aos interesses de seus *shareholders*, e dessa forma atendeu à função-objetivo dos *shareholders*, quando o valor da função-objetivo *FoSHR* fosse igual ou maior que 2 (dois).

Tratamento e Análise dos Dados

Neste estudo, os tratamentos estatísticos selecionados com o propósito de testar as hipóteses formuladas na pesquisa são: o teste Qui-Quadrado, também conhecido por teste de adequação de ajustamento, constituindo-se por um teste não-paramétrico, conforme Stevenson (1981); e um paramétrico, o teste aplicado ao coeficiente de correlação para frequências conforme propõem Fonseca, Martins e Toledo (1976). Aplicações de testes não-paramétricos não pressupõem suposições sobre a distribuição da população estudada, sendo utilizados em pequenas amostras ou populações (FONSECA e MARTINS, 1998).

O teste não-paramétrico Qui-Quadrado é utilizado para verificar diferenças entre a frequência esperada e a frequência observada, ou frequência encontrada; ou seja, verifica-se o ajustamento entre a frequência com que determinados eventos ocorrem (frequência observada) com a frequência que se espera que estes eventos ocorram (frequência esperada).

Tais testes servem para verificar se os dados amostrais ajustam-se às hipóteses formuladas anteriormente, pois como se sabe, podem haver diferenças entre os dados observados e os dados esperados (GUERRA e DONAIRE, 1991).

Para a determinação da frequência esperada três critérios de referência foram aplicadas para seu cálculo: 98% como sendo frequência IDEAL, pois reflete que aproximadamente 100% das empresas que não atenderam seus *shareholders* atenderam seus *stakeholders*; 75%, percentual que relaxa a condição IDEAL; e 50% (cinquenta por cento) mais 1 (um) como critério universal de maioria. O grau de significância utilizado neste estudo é de 5%. A escolha deste grau de significância se deu por este ser um dos valores mais utilizados para este parâmetro. Como a análise feita utilizou matrizes 2 por 2 o grau de liberdade é 1.

De modo a complementar a análise não-paramétrica apresentada, buscou-se também realizar a análise de correlação para variáveis aleatórias dispostas em postos conforme propuseram Fonseca, Martins e Toledo (1976). O coeficiente de correlação (*r*) medido é determinado a partir da distribuição de frequência cruzada entre os índices *FoSHR_i* como variável X discreta, e os índices *FoSTK_{i+1}*, como variável Y discreta. A montagem da matriz de frequência cruzada entre os dois índices é obtida, considerando cada valor do índice *FoSHR*, que varia de 0 a 3, a frequência do índice *FoSTK*, que varia de 0 a 3. Após a montagem dessas tabelas, procede-se para a determinação do coeficiente de correlação, que é extraído a partir das variâncias amostrais de cada variável aleatória e da covariância entre elas. Os cálculos são realizados considerando as frequências de cada variável aleatória.

Para a prova de significância e intervalo de confiança para *r*, imagina-se, inicialmente, que os N pares de valores observados das variáveis X e Y constituem uma amostra de tamanho N,

extraída da população de todos pares possíveis dessas variáveis. Em virtude de se estar considerando duas variáveis, a população é denominada bidimensional e sua distribuição, por hipótese, é uma distribuição normal bidimensional.

Em particular, deseja-se provar a hipótese nula de que não há relação (linear) alguma na população ($H_0: \rho = 0$). Se não houver associação linear na população, a dado nível de significância, o valor de ρ será nulo, o que equivale a dizer ser nulo o coeficiente angular da equação que relaciona as variáveis X e Y. A distribuição amostral de r, sob a hipótese de $\rho = 0$, é simétrica, enquanto que, sob a hipótese $\rho \neq 0$, é assimétrica. No primeiro caso, utiliza-se uma estatística que envolve a distribuição t de *student*; no segundo, recorre-se a variável F de *Snedecor* como critério (FONSECA; MARTINS e TOLEDO; 1976, p. 78).

Hipóteses

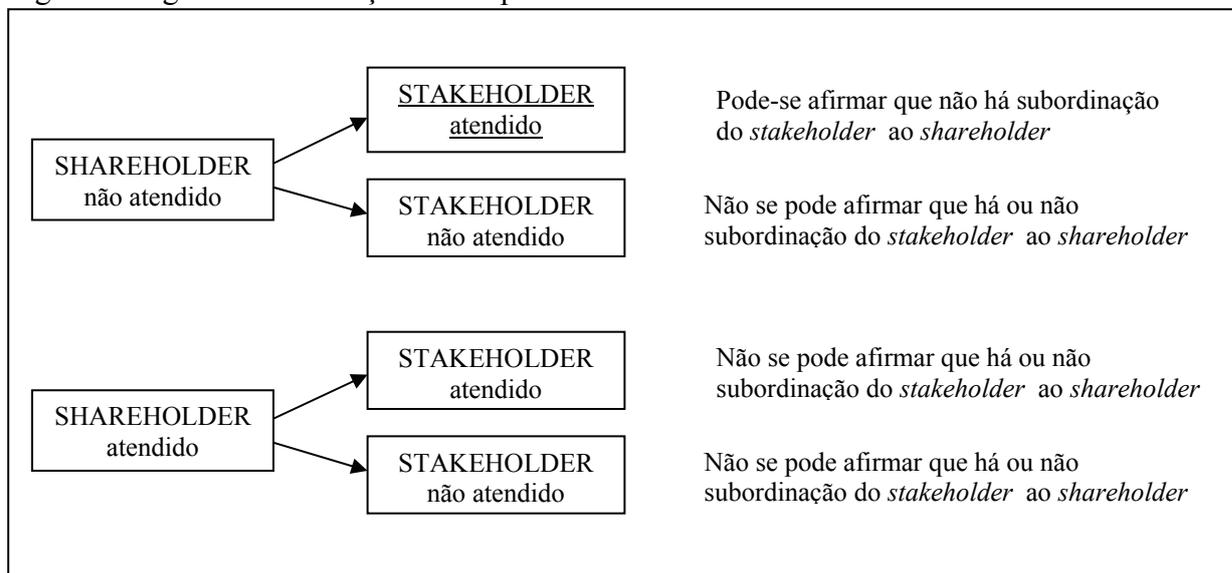
A seguir são apresentadas as hipóteses para os testes de subordinação:

$H_{0,1}$ Não há subordinação dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*, pois os *stakeholders* recebem recursos mesmo que os *shareholders* não tenham recebido.

$H_{1,1}$ Há subordinação dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*, pois os *stakeholders* não recebem recursos sem que os *shareholders* tenham recebido.

Na Figura-1 abaixo, pode-se observar a lógica da construção das hipóteses referentes a uma possível subordinação da função *stakeholder* à função *shareholder*. Note-se que só há como assumir não haver subordinação dos *stakeholders* aos *shareholders* na situação em que os *shareholders* não foram atendidos e os *stakeholders* foram atendidos. Operacionalmente verificou-se o não atendimento do *shareholder* no ano_t e o atendimento do *stakeholder* no ano_{t+1}.

Figura-1 Lógica na Construção das Hipóteses



Fonte: os autores

Para tornar-se possível a análise dos dados de interesse para teste das hipóteses, os dados da econômica e do IBASE foram transformados em postos com valores inteiros variando de 0 a 3. Eles foram organizados a partir do banco de dados do IBASE, e consolidou-se uma tabela com os índices dos $FoSHR_i$ e dos $FoSTK_i$, com i variando de 1999 a 2006. Assim, cada $FoSHR_i$ ou $FoSTK_i$ pode assumir quaisquer valores inteiros entre 0 e 3. Portanto, a tabela consolidada possui 65 empresas com os seus respectivos índices determinados, quando possível, pois em alguns casos o banco de dados da econômica não estava completo em

relação à empresa específica e isso conseqüentemente impossibilitou a determinação do seu índice *FoSHR*.

De posse dessa tabela, tabelas de contingências foram montadas para possibilitar a aplicação do teste Qui-quadrado (χ^2). As tabelas de contingências em suas colunas possuem a frequência do *FoSHR_i* e *FoSTK_{i+1}*, e suas linhas têm os seguintes atributos: Atende e não Atende, lembrando da restrição imposta, $FoSHR \geq 2$ e $FoSTK \geq 2$.

As hipóteses para o teste Qui-quadrado são:

H₀: As proporções populacionais são iguais.

H₁: As proporções populacionais não são iguais.

Se a hipótese nula é aceita, isto sugere que os *stakeholders* não são subordinados aos *shareholders*; se H₀ é rejeitada, não se pode afirmar nada a respeito da subordinação da função objetivo dos *stakeholders* em relação à função objetivo dos *shareholders*. Isto pois, podem haver outras variáveis intervenientes que tenham impedido de atender a função objetivo *stakeholder* que não o atendimento dos interesses dos *shareholders* (ex.: restrições de natureza econômica).

Para aplicar o teste χ^2 aplicado, assumiu-se um nível de significância de 5% com o número de elementos variando para cada grupo de *FoSHR_i* e *FoSTK_{i+1}*, com o grau de liberdade igual 1.

Para *FoSHR₁₉₉₉* e *FoSTK₂₀₀₀* o χ^2 crítico sendo 3,84 e o χ^2 observado sendo 0,00, portanto, aceita-se hipótese nula. Significando que não há subordinação dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*.

Para *FoSHR₂₀₀₀* e *FoSTK₂₀₀₁* o χ^2 crítico sendo 3,84 e o χ^2 observado sendo 1,28. Portanto, aceita-se hipótese nula. Significando que não há subordinação dos interesses dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*.

Para *FoSHR₂₀₀₁* e *FoSTK₂₀₀₂* o χ^2 crítico sendo 3,84 e o χ^2 observado sendo 0,34. Portanto, aceita-se a hipótese nula. Significando que não há subordinação dos interesses dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*.

Para *FoSHR₂₀₀₂* e *FoSTK₂₀₀₃* o χ^2 crítico sendo 3,84 e o χ^2 observado sendo 0,57. Portanto, aceita-se a hipótese nula. Significando que não há subordinação dos interesses dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*.

Para *FoSHR₂₀₀₃* e *FoSTK₂₀₀₄* o χ^2 crítico sendo 3,84 e o χ^2 observado sendo 0,10. Portanto, aceita-se a hipótese nula. Significando que não há subordinação da função objetivo *stakeholders* em relação à função objetivo dos *shareholders*.

Para *FoSHR₂₀₀₄* e *FoSTK₂₀₀₅* o χ^2 crítico sendo 3,84 e o χ^2 observado sendo 0,08. Portanto, aceita-se hipótese nula. Significando que não há subordinação da função objetivo *stakeholders* em relação à função objetivo dos *shareholders*.

Para *FoSHR₂₀₀₅* e *FoSTK₂₀₀₆* o χ^2 crítico sendo 3,84 e o χ^2 observado sendo 0,00. Portanto, aceita-se a hipótese nula. Significando que não há subordinação dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*.

Portanto, os dados analisados não confirmam em sua maioria a existência de subordinação da função objetivo dos *stakeholders*, representada pelo índice *FoSTK*, em relação à função objetivo dos *shareholders*, representada pelo índice *FoSHR*.

Na Tabela-1 estão consolidados os resultados obtidos pela análise utilizando o χ^2 . Observa-se que para a determinação dos valores esperados das frequências de *FoSHR_i* não atendido utilizou-se o fator de 0,51 (cinquenta por cento + um) do total dos dados válidos, e para a determinação dos valores esperados das frequências de *FoSTK_{i+1}* atendido utilizou-se o fator de 0,75 (setenta e cinco por cento) do total dos dados válidos

Tabela-1: Consolidação dos Resultados FoSHR não atendido x FoSTK atendido.

| <i>FoSHR</i> não atendido e <i>FoSTK</i> atendido | Tamanho da Amostra | Critério para cálculo da frequência esperada | χ^2 Crítico | χ^2 Observado | Resultado do Teste de Hipótese |
|---|--------------------|--|------------------|--------------------|---|
| <i>FoSHR</i> ₁₉₉₉ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₀ | 2 | 0,51 | 3,84 | 0,00 | Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i> |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₀ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₁ | 21 | 0,75 | 3,84 | 1,28 | Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i> |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₁ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₂ | 17 | 0,98 | 3,84 | 0,34 | Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i> |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₂ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₃ | 24 | 0,98 | 3,84 | 0,57 | Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i> |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₃ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₄ | 5 | 0,98 | 3,84 | 0,10 | Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i> |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₄ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₅ | 4 | 0,98 | 3,84 | 0,08 | Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i> |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₅ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₆ | 8 | 0,75 | 3,84 | 0,00 | Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i> |

Fonte: os autores

Observa-se pela tabela acima que em sua grande maioria a não subordinação da função objetivo dos *stakeholders* em relação à função objetivo dos *shareholders*, se deu pelo critério IDEAL. Ou seja, em 98% dos casos em que os *shareholders* não foram atendidos os *stakeholders* foram atendidos, para cada uma das duplas que compõe a série de quatro anos consecutivos.

Tabela-2 : Resultados dos Testes de Hipóteses Aplicados nos pares de *FoSHR* e *FoSTK*.

| Relação entre índices | Correlação | gl | t_{teste} | t_{calc} | F_{teste} | F_{calc} | Condição H_0 |
|---|------------|----|-------------|------------|-------------|------------|----------------|
| <i>FoSHR</i> ₁₉₉₉ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₀ | 0,75 | 18 | 1,73 | 4,87 | 2,99 | 23,8 | REJEITAR |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₀ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₁ | -0,14 | 24 | 1,73 | -0,71 | 2,99 | 0,51 | ACEITAR |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₁ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₂ | -0,21 | 34 | 1,69 | -1,25 | 2,86 | 1,56 | ACEITAR |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₂ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₃ | 0,22 | 41 | 1,68 | 1,45 | 2,82 | 2,12 | ACEITAR |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₃ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₄ | 0,12 | 35 | 1,68 | -0,72 | 2,82 | 0,52 | ACEITAR |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₄ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₅ | -0,34 | 14 | 1,76 | -1,37 | 3,1 | 1,87 | ACEITAR |
| <i>FoSHR</i> ₂₀₀₅ x <i>FoSTK</i> ₂₀₀₆ | -0,07 | 18 | 1,73 | -0,28 | 2,99 | 0,08 | ACEITAR |

Fonte: os autores

A determinação dos coeficientes de correlação r também utilizou os dados que foram inicialmente utilizados para aplicar o teste χ^2 . Entretanto, um novo tratamento foi dado em

termos de organização dos mesmos. Para cada dupla de $FoSHR_i$ (X) versus $FoSTK_{i+1}$ (Y) foi montada uma tabela de frequência. A partir dessas tabelas foram calculadas, numa primeira etapa, as variâncias amostrais de cada índice e a covariância entre eles. Por fim, calculou-se o coeficiente de correlação. Numa segunda etapa, procedeu-se para determinação dos valores que subsidiam os testes de hipótese. Para isso, cada par $FoSHR_i$ e $FoSTK_{i+1}$ foi tratado independentemente. Os valores de t_{teste} foram obtidos considerando o nível de significância de 5% e os respectivos graus de liberdade (gl), aplicados à tabela de dados da função *tstudent*. Os valores de F_{teste} foram obtidos a partir do uso da tabela F de dados (STEVENSON, 1981, p.263), com o grau do numerador igual 1 e o grau do denominador igual a gl. A estatística a ser testada (t_{calc}) foi determinada pela equação proposta em Fonseca, Martins e Toledo (1976, p.80), o mesmo ocorrendo para a outra variável utilizada no teste (F_{calc}). A Tabela-2 apresenta os resultados consolidados.

Lembrando que a hipótese nula assume a inexistência de relação linear entre X e Y, ou seja, entre $FoSHR$ e $FoSTK$, o que equivale a dizer que $FoSHR$ pode explicar $FoSTK$, mas pela lógica apresentada neste trabalho não se afirma haver subordinação do *stakeholder* ao *shareholder*. Pelos valores calculados e apresentados na Tabela-2, constata-se um coeficiente de correlação entre $FoSHR_{1999}$ e $FoSTK_{2000}$, igual a 0,75, e é rejeitada a hipótese nula e nesse caso há uma relação linear entre $FoSHR_{1999}$ e $FoSTK_{2000}$. Para os outros pares de dados, como ilustra a Tabela-2, as respectivas hipóteses nulas foram aceitas, ou seja, elas confirmam a inexistência de relação linear entre $FoSHR_i$ e $FoSTK_{i+1}$, em alguns casos, inclusive, os $FoSHR$ e $FoSTK$ se correlacionam inversamente (valores negativos de r). Além disso, os coeficientes de correlação são relativamente pequenos, ou seja, não há correlação expressiva. Portanto, o atendimento da função objetivo dos *stakeholders* não está condicionado ao atendimento da função objetivo dos *shareholders*, conseqüentemente, não há subordinação da função objetivo do *stakeholder* em relação à função objetivo do *shareholder*, quando se consideram os pares de dados a partir de 1999 até 2006.

Os resultados obtidos pelos dois testes se alinham em sua maioria, havendo coerência entre os resultados obtidos, quando considerando os respectivos testes de hipóteses.

Conclusões e Comentários

Inicialmente pode-se afirmar que o objetivo da pesquisa foi alcançado uma vez que se foi possível testar a hipótese de subordinação das funções-objetivo decorrentes das teorias da firma e dos *stakeholders*. Contrariando inclusive algumas expectativas iniciais, pode-se verificar que não há subordinação do atendimento da função-objetivo dos *stakeholders* ao atendimento da função-objetivo *shareholder*. Em outras palavras, nas empresas estudadas, os *stakeholders* eram atendidos mesmo que os *shareholders* não o tivessem sido.

Apesar do número de empresas que já publicaram balanços pelo modelo IBASE ser elevado, 346 considerando-se os anos de 1999 a 2006, em função das restrições impostas pela pesquisa: disponibilidade das demais informações contábeis, não atendimento da função *shareholder* no ano_t e atendimento da função *stakeholder* no ano_{t+1}, o número de casos disponíveis reduziu-se para 65.

Este trabalho apresenta limitações em função do próprio tema abordado como as restrições decorrentes da escolha das variáveis que compuseram as funções-objetivo referente às teorias da firma e dos *stakeholders*. Embora hajam vários estudos que já abordaram o tema, diferentes variáveis foram utilizadas para a função $FoSHR$, não havendo um consenso sobre qual seria o melhor indicador. Quanto aos indicadores escolhidos para compor a função-objetivo referente à teoria dos *stakeholders*, os mesmos foram construídos com base nas informações retiradas do balanço social modelo IBASE, o que representa um limitante, pois excluí as empresas que publicam balanços sociais diferentes do modelo escolhido.

Uma restrição que pode ser também apontada diz respeito à determinação do coeficiente de correlação r . Sua utilização depende da normalidade das variáveis envolvidas, é possível que esta condição não seja atendida plenamente, entretanto assumiu-se como tendo as variáveis do estudo um comportamento próximo do normal.

Ainda encontra-se como fator limitante deste trabalho o período estudado, pois foi analisado apenas o período compreendido entre os anos de 1999 e 2006. Dessa forma esta pesquisa restringe seus resultados a este período.

As conclusões deste estudo podem apenas ser analisadas para as empresas contidas na amostra do estudo. Neste sentido, os resultados não podem ser extrapolados para outras empresas.

Referências

- ALCHIAN, Armen, DEMSETZ Harold. Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*. Nashville, v. 62, n. 5, 1972.
- ARLOW, Peter; GANNON, Martin J. Social responsiveness, corporate structure, and economic performance. *Academy of Management Review*. Ada, vol.7, n.2, p.235-241, 1982.
- BORBA, Paulo da R. F., *Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil*. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Principles of corporate finance*. 6th ed. EUA: McGraw-Hill, 2000.
- CAMPBELL, Andrew. Stakeholders: the case in favour. *Long Range Planning*. London, v.30, n.3, p.446-450, Jun. 1997.
- CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin' q. *Financial Management*. Tampa. v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*. London, v. 4, n. 16, 1937.
- CLARKSON, Max B.E. Corporate Social Performance in Canada. in PRESTON, L. E. (Ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, Greenwich. CT: JAI Pres., vol.10, p.241-265, 1988.
- _____. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*. Ada, v.20, n.1, p.92-117, 1995.
- CLARKSON, Max B.E; STARIK, Mark; COCHRAN, Phil; JONES, Thomas M; *et al*. The Toronto Conference: Reflections on stakeholder theory. *Business and Society*. Chicago, v.33, n.1, p.82-132, Apr. 1994.
- DUFRENE, Uric; WONG, Alan. Stakeholders versus Stockholders and Financial Ethics: ethics to whom? *Managerial Finance*. Patrington, v.22, n.4, p.1-11, 1996.
- DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*. Ada, v.20, n.1, p.65-91, 1995.
- EVAN, W.M.; FREEMAN, R. E. A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Katian capitalism", in DONALDSON, T.; WERHANE, P. H. (Eds.) *Ethical Issues in Business*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, p.166-71. 1993.
- FONSECA, Jairo Simon; MARTINS, Gilberto de A. *Curso de Estatística*. 6ª Edição São Paulo: Atlas, 1998.
- FONSECA, J. S.; MARTINS, G. A.; TOLEDO, G. L. *Estatística Aplicada*. São Paulo: Atlas, 1976.
- FREEMAN, R. Edward. *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman, 1984.
- FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and freedom*. 2nd. ed. Chicago: University of Chicago Press, 1962

- GRIFFIN, Jennifer J.; MAHON, John F. The corporate social performance and corporate financial performance debate: twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*. Chicago, v.36, n.1, p.5-31, 1997.
- GUERRA, Mauri J.; DONAIRE, Denis. *Estatística Indutiva*. Teoria e aplicações. 5ª Edição, São Paulo. Ed. Lcte, 1991.
- HART, Oliver. An economist's perspective on the theory of the firm. *Columbia Law Review*. New York, v. 89, n. 7, 1989.
- HOLDER, Mark E.; LANGREHR, Frederick W.; HEXTER, J. Lawrence. Dividend Policy Determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial Management*. Tampa, v.27, n.3, p.73-83, Autumn 1998.
- JENSEN, Michael. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*. New York, v.14, n.3, Fall 2001.
- JONES, Thomas M.; WICKS, Andrew C. Convergent Stakeholder Theory. *Academy of Management Review*. Briarcliff Manor, v.24, n.2, p.206-222, Apr. 1999.
- KALER, John. Differentiating Stakeholder Theories. *Journal of Business Ethics*. Dordrecht, v.46, n.1, p.71-87, Aug. 2003.
- KEY, Susan. Toward a New Theory of the Firm: a critique of stakeholder "theory". *Management Decision*. London, v.37, n.4, p.317-330, 1999.
- MANKIW, N. Gregory. *Introdução à economia*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.
- MARCOUX, Alexei M. A Fiduciary Argument against Stakeholder Theory. *Business Ethics Quarterly*. Chicago, v.13, n.1, p.1-17, Jan. 2003.
- MARENS, Richard; WICKS, Andrew. Getting Real: stakeholder theory, managerial practice, and the general irrelevance of fiduciary duties owed to shareholders. *Business Ethics Quarterly*. Chicago, v.9, n.2, p.273-294, Apr. 1999.
- MITCHELL, Ronald K. *et al.* Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and really counts. *Academy of Management Review*. Ada, v.22, n.4, p.853-886, 1997.
- PESQUEUX, Yvon; DAMAK-AYADI, Salma. Stakeholder Theory in Perspective. *Corporate Governance*. Bradford, v.5, n.2, p.5-22, 2005.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira: corporate finance*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SELLTIZ, Claire *et al.* *Métodos de pesquisa nas relações sociais*. 4ª Edição, São Paulo: EDUSP, 1974.
- SILVEIRA, Alexandre M.; YOSHINAGA, Cláudia E.; BORBA, Paulo F. Crítica à Teoria dos Stakeholders como Função-Objetivo Corporativa. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v.12, n.1, p.33-42, 2005.
- SMITH, Adam. *A riqueza das nações*. São Paulo: Martins Fontes, 2003.
- SMITH, H. Jeff, The Shareholders vs. Stakeholders Debate. *Sloan Management Review*. Cambridge, v.44, n.4, p. 85-106, Summer 2003.
- STEVENSON, W. J. *Estatística Aplicada à Administração*. São Paulo: Harbra, 1981.
- SUNDARAM, Anant; INKPEN, Andrew C. The Corporate Objective Revisited. *Organization Science*. Linthicum, v.15, n.3, p.350-364, May/Jun. 2004.
- SUNDARAM, Anant K. Management of Companies & Enterprises. *Financial Times*. London, May 26, 2006.

ⁱ A primeira edição da obra seminal de Adam Smith foi publicada em 1776, em Londres. Há disponibilidade no mercado editorial brasileiro de uma edição em português – ver Smith (2003).