

ÁREA TEMÁTICA: ESTRATÉGIA E COMPORTAMENTO ORGANIZACIONAL

# Teoria dos *Stakeholders* e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras

*Stakeholders Theory and Theory of the Firm: a study on the hierarchy of objective-functions in Brazilian companies*

*Teoría de los Stakeholders y Teoría de la Firma: un estudio sobre la jerarquización de las funciones objetivo, en empresas brasileñas*

João Maurício Gama Boaventura<sup>1</sup>  
Fernando Rodrigues Cardoso<sup>2</sup>  
Edison Simoni da Silva<sup>3</sup>  
Ralph Santos da Silva<sup>4</sup>

Artigo recebido em 27 de novembro de 2008 / Aprovado em 10 de setembro de 2009

Editor Responsável: Evandir Megliorini, Dr.

Processo de Avaliação: *Double Blind Review*

## RESUMO

As discussões contrapondo a Teoria da Firma e a Teoria dos *Stakeholders* são contemporâneas e polêmicas. Um ponto central destas discussões refere-se a qual função-objetivo as empresas deveriam atender, se a decorrente dos *shareholders* ou a dos *stakeholders*, ou ainda se é possível atender simultaneamente a ambas. Diversos estudos empíricos buscaram testar uma possível correlação entre as duas funções, não se tendo encontrado até o momento um consenso. O objetivo desta pesquisa é investigar uma lacuna nesta discussão: há ou

não uma subordinação da função-objetivo dos *stakeholders* à dos *shareholders*? A pesquisa caracteriza-se como empírica e analítica e utilizou-se de método quantitativo. Para a verificação de hipóteses e análise de dados empregaram-se testes estatísticos não-paramétricos (teste Qui-Quadrado) e paramétricos (coeficiente de correlação para frequências). Foram coletados dados secundários do banco de dados da Economática e do sítio do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE) na Internet pertinentes às empresas brasileiras de capital aberto e que publicaram o Balanço

1. Doutor em Administração na Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - USP/FEA. Professor do Centro Universitário FECAP e da Fundação Instituto de Administração - FIA. [jm@boaventura.adm.br]  
Endereço do autor: Av. da Liberdade, 532 São Paulo - SP Cep. 01502-001 - Brasil
2. Mestrando em Administração na Universidade Cidade de São Paulo - UNICID. [fernando@cardoso.adm.br]  
Endereço do autor: Rua Cesário Galeno, 448/475 Tatuapé, São Paulo - SP Cep. 03071-000 - Brasil
3. Mestre em Administração na Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Professor do Centro Universitário FECAP. [edison@fecap.br]  
Endereço do autor: Av. da Liberdade, 532 São Paulo - SP Cep. 01502-001 - Brasil
4. Doutor em Engenharia de Produção na Universidade de São Paulo, Escola Politécnica. Professor da Universidade Paulista - UNIP. [silva.ralph@gmail.com]  
Endereço do autor: Rua Dr. Bacelar, 1212 - São Paulo - SP Cep. 04026-002 - Brasil

Social no modelo IBASE no período de 1999 a 2006, o que totalizou uma amostra com 65 empresas. 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). Os resultados demonstraram não haver subordinação da função-objetivo dos *stakeholders* em relação à dos *shareholders* nas empresas pesquisadas, contrariando algumas expectativas iniciais e instigando uma averiguação mais aprofundada deste resultado. A principal conclusão, que não ocorre a subordinação testada, está limitada a amostra pesquisada e enseja a continuidade desta pesquisa buscando aprimoramentos visando à ampliação da amostra e, por conseguinte, viabilizando o emprego de outras técnicas estatísticas que permitam a análise do fenômeno estudado de forma mais minuciosa.

**Palavras-chave:** Função-objetivo da firma. Teoria da firma. Teoria dos *stakeholders*. Subordinação. Governança corporativa.

#### ABSTRACT

Discussions opposing the Theory of the Firm to the Theory of Stakeholders are contemporaneous and polemical. One focal point of such debates refers to which objective-function companies should choose, whether that of the shareholders or that of the stakeholders, and whether it is possible to opt for both simultaneously. Several empirical studies have attempted to test a possible correlation between both functions, and there has not been any consensus so far. The objective of the present research is to examine a gap in such discussions: is there (or not) a subordination of the stakeholders' objective-function to that of the shareholders? The research is empirical and analytical and employs quantitative methods. Hypotheses were tested and data analyzed by using non-parametrical (chi-square test) and parametrical procedures (frequency correlation coefficient). Secondary data was collected from the Economática

database and from the Brazilian Institute of Social and Economic Analyses (IBASE) website, relative to public companies that have published their Social Balance Statements following the IBASE model from 1999 to 2006, whose sample amounted to 65 companies. In order to assess the objective-function of shareholders a proxy was created based on the following three indices: ROE (return on equity), EnterpriseValue and Tobin's Q. In order to assess the objective-function of stakeholders a proxy was created by employing the following IBASE social balance indices: internal ones (ISI), external ones (ISE), and environmental ones (IAM). The results have shown no evidence of subordination of stakeholders' objective-function to that of the shareholders in analyzed companies, negating initial expectations and calling for deeper investigation of results. Its main conclusion, which states that the attempted subordination does not take place, is limited to the sample herein investigated and calls for ongoing research aiming at improvements which may lead to sample enlargement and, as a consequence, may make feasible the application of other statistical techniques which may yield a more thorough analysis of the studied phenomenon.

**Key words:** Firm objective-function. Theory of firm. Theory of stakeholders. Subordination. Corporate governance.

#### RESUMEN

Las discusiones que contraponen la Teoría de la Firma y la Teoría de los *Stakeholders* son contemporáneas y polémicas. Un punto central de estas discusiones se refiere a cual función objetivo las empresas deberían atender, si a la que deriva de los *shareholders* o a la de los *stakeholders*, o también si es posible atender simultáneamente a ambas. Diversos estudios empíricos buscaron comprobar una posible correlación entre las dos funciones, sin que se haya llegado a un consenso hasta este momento. Esta investigación tiene la finalidad de investigar una laguna en esta discusión: ¿hay o no una subordinación de la función objetivo de los *stakeholders* a la de los *shareholders*? La

investigación se caracteriza como empírica y analítica y se empleó un método cuantitativo. Para la verificación de hipótesis y el análisis de datos se utilizaron pruebas estadísticas no paramétricas (prueba del Chi Cuadrado) y paramétricas (coeficiente de correlación para frecuencias). Se recolectaron datos secundarios del banco de datos de la Economía y de la página web del Instituto Brasileño de Análisis Sociales y Económicas (IBASE) en Internet pertenecientes a empresas brasileñas de capital abierto y que publicaron el Balance Social en el modelo IBASE en el período 1999-2006, totalizando una muestra con 65 empresas. Para la función objetivo de la teoría de los *shareholders* se creó una *proxy* considerando tres indicadores: el ROE (*return on equity*), el *Enterprise Value* y el *QdeTobin*. Para la función objetivo de los *stakeholders* se creó otra *proxy* con los indicadores del balance social IBASE: sociales internos (ISI), sociales externos (ISE) y ambientales (IAM). Los resultados demostraron que no hay subordinación de la función objetivo de los *stakeholders* con relación a la de los *shareholders* en las empresas investigadas, lo que contradice algunas expectativas iniciales e impulsa una averiguación más profunda de este resultado. La principal conclusión, que no ocurre la subordinación puesta a prueba, se limita a la muestra analizada y se espera la oportunidad de continuar y perfeccionar este estudio con el propósito de ampliar la muestra, para que sea posible utilizar otras técnicas estadísticas que permitan analizar el fenómeno estudiado de forma más minuciosa.

**Palabras clave:** Función objetivo de la firma. Teoría de la firma. Teoría de los *stakeholders*. Subordinación. Gobernanza corporativa.

## 1 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 e voltando seu foco

ao *Shareholder*. Mais recentemente, a Teoria dos *Stakeholders* constituiu-se em uma alternativa para a definição da função-objetivo e ampliou o foco do *Shareholder* para os *Stakeholders*. Qual função-objetivo a seguir, se uma ou outra e o impacto disto na gestão das empresas constituiu uma problemática a qual foi formalizada por Jensen (2001) e a importância de tal problemática estimulou o desenvolvimento de diversos estudos teóricos e empíricos acerca do tema. A relevância do tema, aliada à carência deste tipo de estudo em empresas no Brasil, motivou esta pesquisa, a qual definiu seu objeto de estudo como a função-objetivo em empresas brasileiras.

Os estudos empíricos encontrados (ARLOW; GANNON, 1982; BORBA, 2005; GRIFFIN; MAHON, 1997) que precederam esta pesquisa buscaram 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*. Os antecedentes desta discussão, com base na avaliação do resultado agregado de tais estudos, demonstram que ela ainda é inconclusiva.

Esta pesquisa prima pela originalidade ao estudar o assunto sob um novo ponto de vista ao propor a seguinte questão: 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 a outra? Neste sentido, o objetivo principal deste estudo consiste em investigar a possível hierarquização na adoção da função-objetivo por parte de empresas brasileiras. Especificamente, para tratar o problema de pesquisa, referente à subordinação ou não de uma função-objetivo a outra, formula-se a seguinte hipótese: a função-objetivo dos *stakeholders* somente é atendida se previamente a função-objetivo dos *shareholders* o tiver sido.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O embasamento conceitual deste estudo apoia-se em duas teorias: a dos *Stakeholders* e a 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, em que nos estudos empíricos predominam métodos qualitativos. Essas 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, H. (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*.

## 2.1 Apresentação das teorias da firma e dos *stakeholders*

A seguir, nesta subseção, são apresentados a origem e os principais conceitos e proposições sobre as teorias da firma e dos *stakeholders*.

### 2.1.1 Teoria da firma: maximização da riqueza dos acionistas

#### 2.1.1.1 Origem

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 Smith, Adam (2003) sobre as origens da riqueza das nações<sup>1</sup>. 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).

#### 2.1.1.2 Principais conceitos e proposições

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, pois 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, Myers e Allen (2008, p. 5), por exemplo, afirmam que “o segredo do sucesso da gestão financeira é a criação de 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 deci-

sões 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*.

## 2.1.2 Teoria dos *stakeholders*

### 2.1.2.1 Origem

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 esses.

### 2.1.2.2 Principais conceitos e proposições

A definição mais empregada na literatura do termo *stakeholder* é a de Freeman (1984), segundo 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.

Porém, há outras definições encontradas na literatura. Algumas mais amplas, como a de Mitchell, Agle e Wood (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, Agle e Wood (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 mais estreitas 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 esses uma importância intrínseca.

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

## 2.2 Considerações às teorias da firma e dos *stakeholders*

Nesta subseção são apresentados argumentos favoráveis a cada uma das teorias, bem como

contraposições e limitações das correntes teóricas. Muitas das críticas às duas teorias são feitas pela corrente alternativa. Mas, em alguns casos, os próprios defensores das correntes teóricas podem apresentar limitações à vertente defendida.

## 2.2.1 Considerações à teoria da firma

### 2.2.1.1 Argumentos favoráveis

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 alcancem 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 à 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 for-

necedoros, empregados e credores têm interesse na redução dos riscos dos fluxos de caixa da empresa; e b) as demais partes relacionadas à 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.

### 2.2.1.2 Contraposições e limitações

É importante destacar que a teoria da maximização da riqueza dos acionistas também sofre críticas de seus próprios defensores. Sundaram e Inkpen (2004), defensores da teoria da maximização da riqueza dos acionistas, reconhecem fraquezas na abordagem. 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. Tal fator impede que as partes relacionadas avaliem adequadamente todas as consequências do seu relacionamento com a empresa. Entretanto, os problemas persistiriam, ou até mesmo 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.

Brealey, Myers e Allen (2008, p. 23) também reconhecem a importância dos relacionamentos com os *stakeholders* para que o objetivo de

maximização da riqueza dos acionistas seja alcançado: “as empresas com clientes insatisfeitos e uma força de trabalho descontente acabam, provavelmente, diminuindo os seus lucros e o preço de suas ações”. Os autores ainda lembram da importância do cumprimento da lei e de “regras de comportamento implícitas não escritas” e do estabelecimento de uma reputação de “honestidade nos negócios e de integridade financeira”. De acordo com os autores, “na maioria das vezes, não há qualquer conflito entre fazer bem (maximizando o valor) e fazer o bem”.

Outros críticos à abordagem da maximização da riqueza dos acionistas são os defensores da teoria dos *stakeholders*. As suas críticas são apresentadas na própria defesa de tal teoria, como se apresentará a seguir.

## 2.2.2 Considerações à teoria dos *stakeholders*

### 2.2.2.1 Argumentos favoráveis

Em diversos estudos, observam-se muitos argumentos favoráveis à teoria dos *stakeholders*, afirmando que com essa 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), essa 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 ao 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*.

### 2.2.2.2 Contraposições e limitações

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, como Jensen (2001) e Dufrene e Wong (1996), criticam a teoria dos *stakeholders* por não oferecer objetivos claros aos gestores. 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 facilmente qualquer *stakeholder* pode transformar-se em *shareholder* comprando ações no mercado e na condição de acionista participar das decisões da empresa via conselho; mas 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 pro-

cesso, 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.

### 2.3 Função-objetivo da empresa

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

Para Jensen (2001), a função-objetivo deve referenciar um objetivo único. O autor critica eventuais sugestões em contrário argumentando que múltiplos objetivos confundiriam as decisões dos gestores. Assim sendo, Jensen (2001) 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, Yoshinaga e Borba (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?

### 2.4 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. Tais estudos começaram a ser publicados em grande volume a partir da década de 1970, após a polêmica e desafiadora proposição de Friedman (1962) sobre o objetivo das empresas. Por exemplo, Vance (1975) encontrou uma rela-

ção negativa entre desempenho do preço das ações e *ratings*, dados por estudantes e executivos, de responsabilidade social das empresas.

Já Alexander e Buchholz (1978) reproduziram o estudo de Vance (1975), com algumas diferenças metodológicas na mensuração do retorno para os acionistas (ajustando o retorno para o risco dos investimentos), e não encontraram relação significativa entre as variáveis, nem entre o risco das ações e os *ratings* de responsabilidade social.

Na década de 1980, Aupperle, Carrol e Hatfield (1985) chegaram a resultados não conclusivos sobre a relação entre responsabilidade social corporativa, medida por questionários respondidos por presidentes executivos, e desempenho financeiro, medido pelo retorno sobre os ativos ajustado ao risco.

Mais recentemente, na década de 1990, Holder, Langrehr e Hexter (1998), em um estudo sobre a influência dos *stakeholders* não fornecedores de capital sobre a política de dividendos das empresas, encontraram uma relação positiva entre o atendimento aos interesses de tais *stakeholders* e aumento do valor de mercado da empresa.

Apresentar os resultados de todos os estudos empíricos conduzidos desde o início da década de 1970 está, por falta de espaço, fora do escopo deste artigo. Todavia, alguns autores têm, periodicamente, consolidado os resultados de tais pesquisas, como se vê a seguir.

Arlow e Gannon (1982) estudaram 7 pesquisas publicadas entre 1975 e 1979 que correlacionavam o desempenho social e econômico de empresas. Relataram que os resultados não eram conclusivos.

A análise de tais trabalhos também chamou a atenção de Griffin e Mahon (1997). Os autores estudaram 51 artigos científicos publicados entre 1972 e 1994 que buscaram a identificação de relações entre desempenho social e corporativo. Estes autores atestam que não encontraram correlação entre alto ou baixo desempenho social e desempenho financeiro. No seu próprio estudo empírico, concentrado na indústria química, Griffin e Mahon (1997) encontraram indícios de uma relação positiva entre desempenho social e desempenho financeiro.

Recentemente, Borba (2005) investigou 14 destes trabalhos e verificou que, basicamente, tais pesquisas 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. O estudo empírico de Borba (2005) não conseguiu encontrar relações estatisticamente significativas entre desempenho social e desempenho financeiro para as empresas analisadas.

Da análise dos estudos empíricos, constata-se, em especial, que esses 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*.

## 2.5 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*.

## 3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa utiliza-se do método quantitativo para explicar os fenômenos estudados, constituindo-se de um estudo explicativo que veri-

fica hipóteses. Neste estudo, particularmente, os métodos quantitativos são os testes paramétrico e não paramétrico, o fenômeno estudado constitui-se a relação de subordinação entre *stakeholder* e *shareholder* e as hipóteses são as pertinentes à relação de subordinação.

Caracteriza-se também como empírica e analítica, utilizando dados amostrais para o atendimento aos objetivos propostos. Optou-se por uma pesquisa que explorasse dados já disponibilizados que podem ser utilizados por pesquisadores que estudam o tema. Esta opção impõe restrições das seguintes naturezas: restringe a amostra, pois muitas empresas pesquisadas não apresentam todos os dados necessários para permitir a análise estatística, restringe o tipo de técnica ou método estatístico em função das variáveis não poderem ser classificadas como contínuas e restringe a amplitude das conclusões acerca do tema em virtude da limitada representatividade da amostra.

A pesquisa utilizou dados secundários, obtidos nos sítios da Economática e do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE).

## 3.1 Problema pesquisa e hipóteses

O presente trabalho busca respostas para a seguinte questão: há ou não uma subordinação da função-objetivo dos *stakeholders* à dos *shareholders*?

Para responder à questão acima, foram formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa:

- $H_0$  (hipótese nula): Não há subordinação dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*, pois os *stakeholders* recebem recursos mesmo que os *shareholders* não tenham recebido.
- $H_1$  (hipótese alternativa): Há subordinação dos *stakeholders* em relação aos *shareholders*, pois os *stakeholders* não recebem recursos sem que os *shareholders* tenham recebido.

Para tornar possível avaliar as hipóteses estabelecidas, foi necessário assumir duas premissas. A primeira diz respeito a como estabelecer a relação de subordinação. Esta premissa estabelece uma relação condicionante: somente é possível

assumir-se que o *stakeholder* é atendido independentemente do *shareholder* o ter sido quando se configura a situação em que o *stakeholder* é atendido após o *shareholder* não o ter sido. Note-se que quando o *shareholder* é previamente atendido nada se pode afirmar da não subordinação do *stakeholder* a este, pois não há como se assegurar que o *stakeholder* tenha sido atendido independentemente do *shareholder* já o ter sido.

A segunda premissa diz respeito à questão cronológica. Constatou-se a impossibilidade de se identificar a condição exigida na premissa anterior, de não atendimento ao *shareholder* e atendimento do *stakeholder* em um mesmo ano calendário. Tal impossibilidade decorre das variáveis consideradas serem de intervalo anual. Neste sentido, a precedência mínima necessária entre um fenômeno (não atendimento do *shareholder*) e outro (atendimento do *stakeholder*) é de um ano. Operacionalmente, as relações são testadas entre o instante *t* (ano) e o instante *t+1* (ano+1).

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*”.

### 3.2 População-alvo do estudo

Nesta pesquisa não há composição de amostra. 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 a 2006, período em que existem dados disponíveis para a realização do estudo.

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

### 3.3 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. Para tanto,

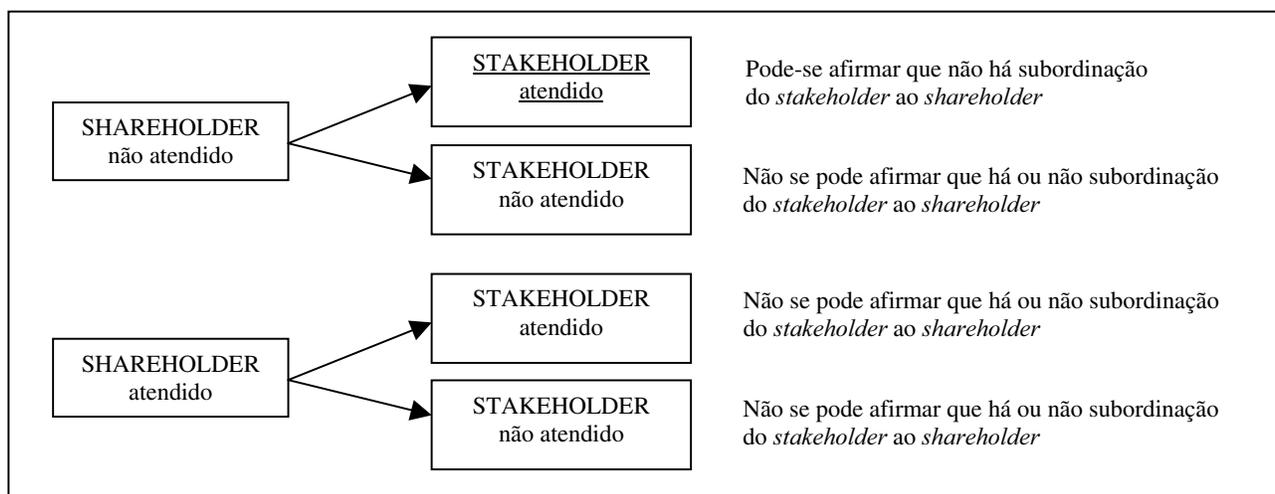


Figura 1 – Lógica na construção das hipóteses.

verificou-se 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 irrisionários aos *stakeholders* fossem classificadas como tendo atendido ao interesse dos *stakeholders*, definiu-se um valor mínimo de distribuição para cada indicador do IBASE, conforme apontado na Tabela 1, abaixo. 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, em cada ano “t”, é definida por:

$$FoSTK_t = ISI_t + ISE_t + IAM_t$$

**Tabela 1** – Distribuição mínima de recursos aos *stakeholders*.

Indicador social	% da receita líquida da empresa
ISI	0,1
ISE	0,05
IAM	0,01

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

### 3.4 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: dois referentes a valor de mercado, o *Enterprise Value (EV)* e o *QdeTobin*; e um referente a medidas contábeis, o ROE (*return on equity*, ou retorno sobre o patrimônio líquido).

Adotou-se, neste estudo, o *Enterprise Value* conforme definição operacional da Economática:

$$\begin{aligned} \text{Enterprise Value (EV)} &= \text{VMCP} + \text{DTL} + \text{PAM} \\ \text{VMCP} &= \text{valor de mercado do capital próprio (número de ações} \times \text{preço da ação)} \\ \text{DTL} &= \text{dívida total líquida (financiamento CP} + \text{financiamento LP} + \text{debêntures CP} + \text{debêntures de LP} - \text{disponível e investimentos CP} - \text{aplicações financeiras CP)} \\ \text{PAM} &= \text{participação dos acionistas minoritários} \end{aligned}$$

O indicador *Enterprise Value* foi transformado em variável binária, da seguinte forma: atribui-se 1 (um) para uma variação positiva da variável de um ano para o próximo; e 0 (zero) para uma variação negativa. Desta forma, toda vez que a empresa apresentar aumento de valor, o indicador assumirá valor igual a 1 (um). Em caso de manutenção ou redução do valor da empresa, o indicador apresenta valor igual a 0 (zero).

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

$$QdeTobin = (\text{PC} - \text{AC} + \text{E} + \text{ELP} + \text{VMCP}) / \text{AT}$$

PC – passivo circulante  
AC – ativo circulante  
E – estoques  
ELP – exigível a longo prazo  
VMCP – valor de mercado do capital próprio (número de ações x preço da ação)  
AT – ativo total

O *QdeTobin* é uma medida de desempenho financeiro das empresas usada em vários tipos de pesquisa em finanças. Conforme Famá e Barros (2003, p. 30), “em uma gama de testes empíricos, o *q* (de Tobin) aparece como a variável dependente, procurando relações de causalidade entre o valor da firma e um sem-número de outras variáveis”.

Como no caso do *Enterprise Value*, o *QdeTobin* também foi transformado em uma variável binária. Aumentos no *QdeTobin* de um ano para o outro indicam aumento no desempenho financeiro da empresa. Neste caso, *QdeTobin* assume valor 1 (um). Caso contrário, *QdeTobin* recebe valor 0 (zero).

Já o ROE é calculado pela divisão do lucro líquido, resultado contábil disponível para os acionistas, pelo patrimônio líquido inicial, investimen-

to, em valores contábeis, feito pelos acionistas no início de cada período. Uma boa discussão sobre as formas de se calcular taxas de retorno, se com base no capital médio ou no capital inicial, pode ser obtida em Brealey, Myers e Allen (2008). Neste trabalho, utilizou-se o capital inicial, medida mais adequada para que se compare taxas de retorno com o custo de oportunidade do capital, conforme apresentam Brealey, Myers e Allen (2008, p. 705). A fórmula do ROE é apresentada a seguir:

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

Neste estudo, faz-se um ajuste ao ROE, intitulado-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:

$$ROE' = ROE - \text{CDI}$$

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

Utilizou-se o CDI como custo de oportunidade do capital pela dificuldade operacional em se utilizar modelos de geração de taxas de retorno de equilíbrio, como o Modelo de Apreçamento de Ativos Financeiros (CAPM, de *Capital Assets Pricing Model*), no ambiente brasileiro. A obtenção de taxas livres de risco e prêmios de risco de mercado, bem como a estimativa de betas de mercado, podem ser difíceis ou controversas em ambientes como o brasileiro. Como colocam Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 391), “embora calcular o custo do capital de (sic) qualquer país possa ser um desafio, nos mercados emergentes o problema é de uma ordem de grandeza superior”.

O uso de uma variável contábil para representar o desempenho financeiro das empresas se justifica pela, em média, baixa liquidez das ações das empresas negociadas em bolsa – para atestar este fato veja o elevado peso de poucas empresas em índices de carteiras de mercado como o da Bolsa de Valores de São Paulo, o IBOVESPA. Em mercados com baixa liquidez, os valores negocia-

dos no mercado podem não representar, adequadamente, o valor econômico ou intrínseco do capital próprio das empresas. Para saber mais sobre o assunto, veja Bernstein (1992). Outros trabalhos, como os de Borba (2005) e o de Silveira, Barros e Famá (2003), entre outros, utilizaram, além de indicadores de mercado, indicadores contábeis para medir o desempenho financeiro das empresas.

Como os indicadores *Enterprise Value* e *QdeTobin*, o ROE' também foi transformado em variável binária. Todavia, em função de sua natureza já representar o período de um ano, dispensa o ajuste de variação anual. A transformação em variável binária foi feita da seguinte forma: se ROE' > 0, então a variável recebeu o valor 1 (um); caso contrário, a variável recebeu o valor 0 (zero).

Desta forma, a *FoSHR*, em cada ano “t”, pode ser calculada como abaixo:

$$FoSHR_t = EnterpriseValue_t + QdeTobin_t + ROE'_t$$

$EnterpriseValue_t = se\ EnterpriseValue_t - EnterpriseValue_{t-1} > 0, \text{ então } 1; \text{ senão, } 0.$

$QdeTobin_t = se\ QdeTobin_t - QdeTobin_{t-1} > 0, \text{ então } 1; \text{ senão, } 0.$

$ROE'_t = se\ ROE'_t > 0, \text{ então } 1; \text{ senão, } 0.$

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

### 3.5 Procedimentos estatísticos

Para realizar a inferência estatística, fez-se uso de técnica não-paramétrica e paramétrica mono-variada. Isso por si, não prejudica a qualidade da análise realizada, pois foram assumidas que as condições necessárias à natureza da população para aplicação de testes de maior poder (paramétricos) foram atendidas, independentemente de serem mono ou multivariados. Resumidamente, as condições que devem ser satisfeitas quanto à natureza da população são: as observações devem ser independentes, as observações devem ser retiradas de populações com distribuição normal, as

populações devem ter a mesma variância e as variáveis em jogo devem ser medidas pelo menos em escala intervalar, conforme Seigel (1956).

Conforme explica Siegel (1956), o poder de um método de análise se define como a probabilidade de rejeitar a hipótese nula, quando ela é, de fato, falsa. Os testes paramétricos são mais exigentes em termos de condições impostas que a natureza da população do que os testes não paramétricos. Todavia, os testes não paramétricos podem apresentar poder equivalente aos testes paramétricos, desde que se aumente o número de elementos da amostra, conforme Seigel (1956). De modo geral, quando testes paramétricos são aplicados, aceita-se como pressuposto que a natureza da população atende às condições descritas no parágrafo anterior, pois as tais condições não podem ser comprovadas no decorrer de uma análise estatística (SIEGEL, 1956). O teste t, conforme Stenvenson (1981), requer um tamanho de amostra mínimo de 25 elementos. Nesta pesquisa, a amostra explorada tem tamanho de 65 (2,6 o tamanho mínimo), ajustando assim o poder dos testes utilizados neste trabalho.

Os procedimentos estatísticos selecionados com o propósito de testar as hipóteses formuladas na pesquisa são: o teste Qui-Quadrado ( $\chi^2$ ), 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; MARTINS, 1998).

O teste não-paramétrico  $\chi^2$  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) e 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 dife-

renças entre os dados observados e os dados esperados (GUERRA; DONAIRE, 1991).

Para a determinação da frequência esperada, três critérios de referência foram aplicados 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  $FoSHR_t$  como variável X discreta, e os índices  $FoSTK_{t+1}$ , 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 serem consideradas 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  $\rho$  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 à variável F de *Snedecor* como critério (FONSECA; MARTINS; TOLEDO, 1976).

### 3.6 Tratamento dos dados para a realização dos testes de hipóteses

Para tornar-se possível a análise dos dados de interesse para teste das hipóteses, os dados da Economática 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. Consolidou-se, então, uma tabela com os índices dos  $FoSHR_t$  e dos  $FoSTK_{t+1}$ , com “t” variando de 1999 a 2006. Assim, cada  $FoSHR_t$  ou  $FoSTK_t$  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 Economática 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  $\chi^2$ . As tabelas de contingências em suas colunas possuem a frequência do  $FoSHR_t$  e  $FoSTK_{t+1}$ , e suas linhas têm os seguintes atributos: “Atende” e “não Atende”, de acordo com a restrição imposta:  $FoSHR \geq 2$  e  $FoSTK \geq 2$ .

As hipóteses para o teste Qui-quadrado são:

- $H_0$  (hipótese nula): As proporções populacionais são iguais.
- $H_1$  (hipótese alternativa): As proporções populacionais não são iguais.

Se a hipótese nula é aceita, isto sugere que os *stakeholders* não são subordinados aos *shareholders*; se  $H_0$  é rejeitada, não se pode afirmar nada a res-

peito da subordinação da função-objetivo dos *stakeholders* em relação à função objetivo dos *shareholders*. Isto porque podem haver outras variáveis intervenientes que tenham impedido de atender à função-objetivo *stakeholder* que não o atendimento dos interesses dos *shareholders* (ex.: restrições de natureza econômica).

Na aplicação do teste  $\chi^2$ , assumiu-se um nível de significância de 5% com o número de elementos variando para cada grupo de  $FoSHR_t$  e  $FoSTK_{t+1}$ , com o grau de liberdade igual 1.

A determinação dos coeficientes de correlação r também utilizou os dados que foram inicialmente utilizados para aplicar o teste  $\chi^2$ . Entretanto, um novo tratamento foi dado em termos de organização de tais coeficientes. Para cada dupla de  $FoSHR_t$  (X) versus  $FoSTK_{t+1}$  (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  $FoSHR_t$  e  $FoSTK_{t+1}$  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), com o grau do numerador igual a 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), o mesmo ocorrendo para a outra variável utilizada no teste ( $F_{calc}$ ).

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

Na Tabela 2 estão consolidados os resultados obtidos pela análise utilizando o teste  $\chi^2$ . Observa-se que para a determinação dos valores esperados das frequências de  $FoSHR_t$  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  $FoSTK_{t+1}$  atendido utilizou-se o fator

Tabela 2 – 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	$\chi^2$ Crítico	$\chi^2$ Observado	Resultado do teste de hipótese
<i>FoSHR</i> <sub>1999</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2000</sub>	2	0,51	3,84	0,00	Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i>
<i>FoSHR</i> <sub>2000</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2001</sub>	21	0,75	3,84	1,28	Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i>
<i>FoSHR</i> <sub>2001</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2002</sub>	17	0,98	3,84	0,34	Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i>
<i>FoSHR</i> <sub>2002</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2003</sub>	24	0,98	3,84	0,57	Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i>
<i>FoSHR</i> <sub>2003</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2004</sub>	5	0,98	3,84	0,10	Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i>
<i>FoSHR</i> <sub>2004</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2005</sub>	4	0,98	3,84	0,08	Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i>
<i>FoSHR</i> <sub>2005</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2006</sub>	8	0,75	3,84	0,00	Não subordinação de <i>stakeholder</i> em relação ao <i>shareholder</i>

de 0,75 (setenta e cinco por cento) do total dos dados válidos.

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.

A Tabela 3 apresenta os resultados consolidados da análise de correlação realizada.

É importante lembrar que a hipótese nula assume a inexistência de relação linear entre X e Y, isto é, entre  $FoSHR_t$  e  $FoSTK_{t+1}$ . Pelos valores calculados e apresentados na Tabela-3, constata-se um coeficiente de correlação entre  $FoSHR_{1999}$  e  $FoSTK_{2000}$  igual a 0,75, rejeitando-se a hipótese nula. Para os outros pares de dados, como ilustra a Tabela-3, as respectivas hipóteses nulas foram aceitas. Ou seja,

Tabela 3 – 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> <sub>1999</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2000</sub>	0,75	18	1,73	4,87	2,99	23,8	REJEITAR
<i>FoSHR</i> <sub>2000</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2001</sub>	-0,14	24	1,73	-0,71	2,99	0,51	ACEITAR
<i>FoSHR</i> <sub>2001</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2002</sub>	-0,21	34	1,69	-1,25	2,86	1,56	ACEITAR
<i>FoSHR</i> <sub>2002</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2003</sub>	0,22	41	1,68	1,45	2,82	2,12	ACEITAR
<i>FoSHR</i> <sub>2003</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2004</sub>	0,12	35	1,68	-0,72	2,82	0,52	ACEITAR
<i>FoSHR</i> <sub>2004</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2005</sub>	-0,34	14	1,76	-1,37	3,1	1,87	ACEITAR
<i>FoSHR</i> <sub>2005</sub> x <i>FoSTK</i> <sub>2006</sub>	-0,07	18	1,73	-0,28	2,99	0,08	ACEITAR

elas confirmam a inexistência de relação linear entre  $FoSHR_t$  e  $FoSTK_{t+1}$ . Em alguns casos, inclusive,  $FoSHR$  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 dos *stakeholders* à função-objetivo dos *shareholders*, 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.

## 5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Inicialmente, pode-se afirmar que o objetivo da pesquisa foi alcançado, pois 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 dos *shareholders*. Em outras palavras, nas empresas estudadas, os *stakeholders* eram atendidos mesmo que os *shareholders* não o tivessem sido. Como este trabalho testa hipóteses distintas daquelas investigadas nas demais pesquisas empíricas sobre o tema analisadas, não é possível se traçar um paralelo entre os resultados aqui obtidos e aqueles obtidos por tais trabalhos.

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 financeiras no banco de dados da Economatica e 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, a exemplo daquelas

decorrentes da escolha das variáveis que compuseram as funções-objetivo referentes às teorias da firma e dos *stakeholders*, haja vista não haver consenso na literatura sobre um indicador universal para cada uma destas variáveis. A literatura registra haver diversos estudos que definiram variáveis para a função-objetivo, seja pela Teoria da Firma, seja pela Teoria dos *Stakeholders*; todavia, tais estudos não apresentam consenso sobre qual seria o melhor indicador.

Em particular, neste estudo, em virtude de os indicadores escolhidos para compor a função-objetivo referente à teoria dos *stakeholders* terem sido construídos com base no balanço social modelo IBASE, tem-se um outro limitante: a população objeto de estudo. Note-se que tal critério excluiu da população as empresas que publicaram balanços sociais diferentes do modelo escolhido.

Outra restrição que pode ser apontada diz respeito à determinação do coeficiente de correlação  $r$ . Sua utilização depende da normalidade das variáveis envolvidas. É possível que essa 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 A.; DEMSETZ, Harold. Production, information costs and economic organization. **The American Economic Review**, Nashville, v. 62, n. 5, Dec. 1972.
- ALEXANDER, Gordon J.; BUCHHOLZ, Rogene A. Corporate social responsibility and stock market performance. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 21, n. 3, p.479-486, Sept. 1978.

- AUPPERLE, Kenneth E.; CARROL, Archie B.; HATFIELD, John D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 28, n. 2, p.446-463, June 1985.
- ARLOW, Peter; GANNON, Martin J. Social responsiveness, corporate structure, and economic performance. **Academy of Management Review**, New York, v. 7, n. 2, p.235-241, 1982.
- BERNSTEIN, Peter L. **Capital ideas: the improbable origins of modern Wall Street**. New York: Free Press, 1992.
- BORBA, Paulo R. F. **Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil**. 2005. 127 f. Dissertação (Mestrado em Administração) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade – FEA, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C., ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- CAMPBELL, Andrew. Stakeholders: the case in favour. **Long Range Planning**, London, v. 30, n. 3, p.446-450, June 1997.
- CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's 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, Nov. 1937.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas: valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- CLARKSON, Max B. E. Corporate social performance in Canada. In: PRESTON, L. E. (Ed.) **Research in corporate social performance and policy**. Greenwich: JAI Press, 1988. v. 10, p. 241-265.
- \_\_\_\_\_. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of Management Review**, New York, v. 20, n. 1, p.92-117, 1995.
- \_\_\_\_\_. et al. The Toronto conference: reflections on stakeholder theory. **Business & Society**, Chicago, v. 33, n. 1, p.82-132, Apr. 1994.
- DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**, New York, v. 20, n.1, p.65-91, 1995.
- DUFRENE, Uric; WONG, Alan. Stakeholders versus stockholders and financial ethics: ethics to whom? **Managerial Finance**, Patrington, v. 22, n. 4, p.1-11, 1996.
- EVAN, Williams 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: Prentice-Hall, 1993. p.166-71.
- FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A. B. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p.27-43, out./dez. 2003.
- FONSECA, Jairo Simon; MARTINS, Gilberto de A. **Curso de estatística**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- \_\_\_\_\_. ; MARTINS, Gilberto de A.; TOLEDO, Geraldo. L. **Estatística aplicada**. São Paulo: Atlas, 1976.
- FREEMAN, R. Edward. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.
- FRIEDMAN, Milton. **Capitalism and freedom**. 2. 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**. 5. ed. São Paulo: 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, 1998.

JENSEN, Michael. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, New York, v. 14, n. 3, 2001.

JONES, Thomas M.; WICKS, Andrew C. Convergent stakeholder theory. **Academy of Management Review**, New York, v. 24, n. 2, p. 206-222, 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; AGLE, Bradley R.; WOOD, Donna J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. **Academy of Management Review**, New York, 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; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SIEGEL, Sidney. **Estatística não-paramétrica para as ciências do comportamento**. São Paulo: McGraw-Hill, 1956.

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras – um estudo empírico. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 50-64, jul./set. 2003.

\_\_\_\_\_; 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, William. J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 1981.

SUNDARAM, Anant; INKPEN, Andrew C. The corporate objective revisited. **Organization Science**, Pittsburgh, v. 15, n. 3, p.350-364, May/June 2004.

\_\_\_\_\_. Management of companies & enterprises. **Financial Times**, London, May 2006.

VANCE, Stanley C. Are socially-responsible corporations good investment risks? **Management Review**, New York, v. 64, n. 8, p.18-24, Aug. 1975.

## NOTA

- <sup>1</sup> 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, Adam (2003).