

Teoria Instrumental dos *Stakeholders* em Ambientes Turbulentos: Uma Verificação Empírica Utilizando Doações Políticas e Sociais

Rosilene Marcon [†]

Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI

Rodrigo Bandeira de Mello [‡]

Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI

Anete Alberton [§]

Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI

RESUMO: O trabalho analisa empiricamente a teoria instrumental dos stakeholders, utilizando como proxy da intensidade do relacionamento com os stakeholders políticos e sociais, as doações da empresa para o governo e comunidade. Com uma amostra de 339 empresas de capital aberto no Brasil, dois modelos foram utilizados. No primeiro, regressão múltipla, verifica-se os efeitos da iniciativa estratégica das empresas em realizar doações sociais e políticas, comparando a performance das empresas doadoras e não doadoras (grupo de controle). No segundo modelo, equações estruturais, verifica-se a importância da intensidade do relacionamento (mediadora na relação entre a orientação para os stakeholders e performance) com os stakeholders políticos e sociais, em firmas doadoras. A teoria instrumental não encontrou suporte empírico em ambos os modelos. Os resultados sugerem que o mercado ainda percebe a gestão dos stakeholders como custo para as empresas, podendo a intensidade do relacionamento com os stakeholders ser explicada por um construto unidimensional, mensurado por indicadores que descrevem o contexto organizacional.

Palavras-chave: teoria instrumental dos stakeholders, performance, doações políticas e sociais, regressão múltipla, equações estruturais.

Recebido em 08/01/2008; revisado em 08/10/2008; aceito em 02/12/2008.

Correspondência com autores*:

[†] *Analista Econômico*

*Endereço: Rua Guarará, 511, apt.
1506, Jardins, São Paulo - SP – Brasil
CEP: 01425-001.*

e-mail:

luciano_rostagno@yahoo.com.br

Telefone: (11) 8557-1782

[‡] *Professora Assistente da*

*UNISINOS Endereço: Rua Leblon,
no.169, cs.106, Bairro Ipanema,
Porto Alegre – RS – Brasil.*

CEP 91760-510

e-mail: ksoares@unisinos.br

Telefone: (51) 3209-9130

[§] *Professor Adjunto do Programa de*

*Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da Universidade do Vale
do Rio dos Sinos - UNISINOS.*

Endereço: Rua Leblon, no.169, cs.

106, Bairro Ipanema, Porto Alegre

– RS – Brasil - CEP 91760-510.

e-mail: rosoares@unisinos.br

Telefone: (51) 3209-9130

Nota do Editor: *Este artigo foi aceito por Alexandro Broedel Lopes.*

1. INTRODUÇÃO

A gestão dos *stakeholders* é freqüentemente apontada como um fator crítico de sucesso. Contudo, a verificação empírica dessa causalidade é escassa na literatura brasileira. Estudos empíricos no exterior têm se concentrado principalmente na relação entre performance social versus performance financeira, os quais, em 25 anos, não produziram resultados convergentes (ALEXANDER; BUCHHOLZ, 1978; ULLMANN, 1985; McGUIRE; SUNDGREN; SCHNEEWEIS, 1988; WADDOCK; GRAVES, 1997).

O entendimento da gestão dos *stakeholders* como um dos determinantes da vantagem competitiva e da performance superior encontra respaldo na perspectiva instrumental dos *stakeholders*, proposta por Donaldson e Preston (1995). Para os autores, a eficácia da gestão dos *stakeholders* é positivamente correlacionada com as medidas convencionais de performance.

Neste estudo verifica-se empiricamente a teoria instrumental no contexto de um ambiente turbulento (como é o caso do Brasil). A exemplo de outros estudos (ROBERTS, 1992; OGDEN; WATSON, 1999) a gestão dos *stakeholders* de uma organização é mensurada por uma *proxy* formada pelas suas doações a grupos de *stakeholders* relevantes. Devido a sua notória saliência para as firmas brasileiras, neste estudo foram mensuradas as doações políticas e sociais.

Usualmente, em estudos empíricos (BERMAN *et al.*, 1999), a gestão dos *stakeholders* é modelada como moderadora da relação entre estratégia empresarial e performance. Entretanto, Freeman (1999), ressalta que os resultados obtidos não são consistentes e sugere que *designs* e mensurações mais sofisticadas sejam desenvolvidas. Neste sentido, dois *designs* foram utilizados na pesquisa: no primeiro, verificam-se os efeitos diretos da gestão dos *stakeholders* na performance, ao comparar firmas doadoras e não doadoras, atentando para os efeitos usuais da firma e da indústria; no segundo, em uma amostra de firmas doadoras, verifica-se o efeito mediador da intensidade da gestão dos *stakeholders* entre a orientação estratégica da firma para a gestão dos *stakeholders* e a performance, por meio da modelagem de equações estruturais.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A partir das contribuições já existentes sobre a teoria dos *stakeholders*, Donaldson e Preston (1995) a dividiram em três abordagens: descritiva, instrumental e normativa. Segundo eles, os estudos enquadram-se na teoria descritiva quando descrevem ou explicam características específicas do comportamento das empresas frente aos *stakeholders*; instrumental quando buscam analisar o efeito das estratégias e políticas orientadas aos *stakeholders* sobre a performance das firmas; já a teoria normativa “é usada para interpretar a função da corporação, incluindo a identificação da moral ou da orientação filosófica para o funcionamento e administração das empresas” (DONALDSON; PRESTON, 1995, p.71).

A relação entre a performance social e a financeira pode ser iluminada pela aplicação da teoria instrumental, pois segundo Jones (1995) os estudos que examinaram essa relação não foram baseados em uma teoria respeitável, tem-se “dados empíricos a procura de uma teoria adequada” (ULLMANN, 1985, p. 555). Alguns estudos são exceção (BERMAN *et al.*, 1999; OGDEN; WATSON, 1999; LUK *et al.*, 2005), pois testaram empiricamente as abordagens dos *stakeholders* propostas por Donaldson e Preston (1995).

No trabalho empírico pioneiro de Berman *et al.* (1999), os autores derivaram e testaram, no contexto da teoria dos *stakeholders*, dois modelos: o primeiro, chamado gerenciamento

estratégico dos *stakeholders* reflete uma abordagem instrumental; o segundo, chamado de comprometimento intrínseco com os *stakeholders*, é desenvolvido sob uma abordagem normativa. Os testes empíricos suportaram somente a abordagem instrumental.

Ogden e Watson (1999) num estudo de caso da indústria de fornecimento de água na Inglaterra, encontraram que a performance dos serviços aos consumidores foi significativamente negativa quando correlacionada com os lucros correntes, mas positiva quando correlacionada com medidas de retorno para os acionistas.

Ao analisarem o mercado chinês, uma economia em transição como a do Brasil, Luk *et al.* (2005) focaram o aspecto instrumental da teoria dos *stakeholders*. Encontraram um efeito positivo na performance que resultou da combinação da orientação para o consumidor, para os concorrentes e para os empregados, destacando que o efeito combinado dos três *stakeholders* foi maior do que individualmente.

As pesquisas que relacionaram o desempenho social com o desempenho financeiro, sem levar em consideração os aspectos abordados por Donaldson e Preston (1995) são inúmeras, porém os resultados são contraditórios (COCHRAN; WOOD, 1984; DAVIDSON III; CHANDY; CROSS, 1987; DAVIDSON III; WORRELL, 1988; MCGUIRE; SUNDGREN; SCHNEEWEIS, 1988; GRIFFIN; MAHON, 1997; PRESTON; O'BANNON, 1997; PAVA; KRAUSZ, 1997; MOORE, 2001; RUF *et al.*, 2001). Autores como Bromiley e Marcus (1989), dentre outros, encontraram uma relação negativa entre estes dois desempenhos. Outros autores reforçam a relação positiva entre a performance social e financeira das empresas como Statman (2000), Tiras, Ruf e Brown (1998), Waddock e Graves (1997) e Preston e O'Bannon (1997).

Sundaram e Inpken (2004) ao defenderem a proposição de que o objetivo da firma deve continuar a ser a maximização do valor para o acionista, criticam os trabalhos que defendem o atendimento a múltiplos *stakeholders* para a obtenção de vantagens competitivas (JONES, 1995; DONALDSON; PRESTON, 1995; ALTMAN, 1998). Eles ressaltam que o *link* entre *stakeholder* e a performance da firma é largamente refutada pelos resultados empíricos como mostram os trabalhos de Berman *et al.* (1999) e Agle, Mitchell e Sonnenfeld (1999), ou inconclusivas, como destaca Griffin e Mahon (1997).

No Brasil os estudos sobre responsabilidade social datam da década de 80, mas somente no final da década de 90 estudos acerca da teoria dos *stakeholders* tem aparecido na literatura acadêmica, a maioria descritivos, sem abordar os aspectos descritivo, normativo e instrumental definidos por Donaldson e Preston (1995). Poucos relacionam a teoria dos *stakeholders*, ou algum aspecto da responsabilidade social corporativa, às características da firma e sua performance (CAMPOS, 2003; SOUZA; MARCON, 2003; ALBERTON, 2003).

Nesta pesquisa, ao testar empiricamente a teoria instrumental, serão considerados os valores doados para dois *stakeholders* primários (CLARKSON, 1995): a comunidade e o governo. A importância dos mesmos na gestão de empresas em ambientes turbulentos como o do contexto brasileiro justifica a escolha desses dois grupos. O *stakeholder* governo (KEIM; BAYSINGER, 1988; FREEMAN, 1998; BUCHHOLZ; ROSENTHAL, 2004) e comunidade (WADDOCK; GRAVES, 1997; ALTMAN, 1998; BERMAN *et al.*, 1999) são essenciais para a gestão estratégica das empresas. A maioria dos trabalhos na área utilizaram dados ordinais sobre os *stakeholders*, através de índices como o KLD (GRIFFIN; MAHON, 1997; GRAVES; WADDOCK, 1994). Poucos utilizaram valores investidos ou doados para determinados *stakeholders*, destacando-se os trabalhos de Ogden e Watson (1999) e Adams e Hardwick (1998).

A teoria dos *stakeholders* também permite melhor fundamentar as razões que levam as firmas à postura orientada aos *stakeholders*, pois gerenciam contratos implícitos e explícitos

entre múltiplos *stakeholders*. Se os gerentes gerenciam esses contratos de forma que a empresa tenha performance superior, pode-se inferir uma abordagem instrumental que leva às doações (DONADSON; PRESTON, 19995). Considerando-se que exista um conjunto de características ao nível da firma e da indústria que conferem à empresa postura mais favorável para atender às demandas dos *stakeholders*, as pesquisas de Roberts (1992), Adams e Hardwick (1998), mostraram que variáveis como estrutura de propriedade e tamanho são essenciais na determinação do nível de doações feitas pelas empresas, sendo as empresas maiores e com estrutura de propriedade diversificada mais orientadas aos *stakeholders*.

3. MODELOS E HIPÓTESES DA PESQUISA

Nesta seção, apresentam-se os dois modelos hipotetizados para verificar empiricamente a teoria instrumental dos *stakeholders*. Seguindo os argumentos anteriormente expostos, as doações sociais e políticas são utilizadas como *proxy* da intensidade do relacionamento da empresa com dois importantes *stakeholders*, a comunidade e o governo.

No modelo I (Figura 1), verificam-se os efeitos diretos, na performance, da iniciativa estratégica em engendrar tais doações políticas e sociais. Modelam-se as doações como variável *dummy*, para comparar a performance das empresas doadoras com a de um grupo de controle, as firmas não doadoras. Devido a não modelagem do montante doado pelas empresas, o modelo I não verifica a importância da intensidade do relacionamento com os *stakeholders*, mas os efeitos na performance de uma firma considerar esse relacionamento nas suas ações estratégicas.

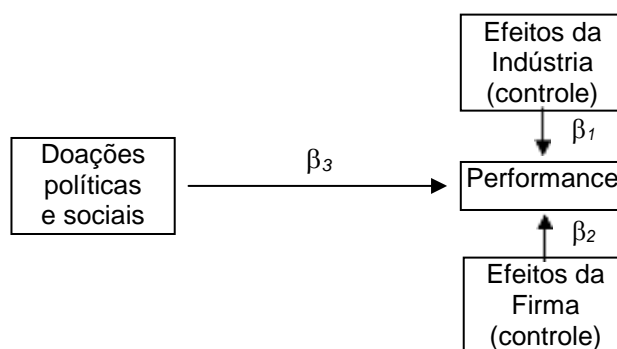


Figura 1: Modelagem dos efeitos diretos das doações na performance

O modelo I prevê controles para os efeitos da indústria e da firma, usualmente tratados como determinantes econômicos da vantagem competitiva e da performance superior (RUMELT, 1991; ROQUEBERT; PHILLIPS; WESTFALL, 1996; McGAHAN; PORTER, 1997; HAWAWINI; SUBRAMANIAN; VERDIN, 2003). Os efeitos da indústria capturam as diferenças entre as estruturas industriais que determinam a performance média das firmas, tal como defendido pela Organização Industrial (PORTER, 1980; McGAHAN; PORTER, 1997). Já os efeitos da firma mensuram a eficácia na utilização de recursos e capacidades superiores pelas empresas, consoante às idéias da *Resource-Based View* (RUMELT, 1991). No Brasil, estudos mostraram que os efeitos da indústria e da firma correspondem, de 2,1 a 7,1% e de 43 a 54%, respectivamente, da variação total encontrada na performance das firmas (BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2004; BRITO; VASCONCELLOS, 2003). Assim, propõe-se a hipótese H1, cuja validação é obtida pelo coeficiente positivo e significativo para o caminho Doações políticas e sociais \rightarrow Performance.

H₁: O atendimento das demandas dos stakeholders sociais e políticos influencia positivamente a performance da firma.

O modelo II verifica a importância estratégica da intensidade do relacionamento com os *stakeholders* políticos e sociais, considerando que essa intensidade media a relação entre a orientação para o atendimento dos *stakeholders* e performance, em firmas doadoras. Entende-se por essa orientação, um conjunto de características ao nível da firma e da indústria que conferem à empresa uma postura mais favorável a engendrar tais doações e atender às demandas dos *stakeholders*. Procura-se responder à seguinte pergunta: até que ponto o montante doado importa para que firmas com maior orientação para o atendimento dos *stakeholders* incrementem sua performance?

Ao modelo I, foram adicionados dois novos construtos que antecedem as doações: a) “Orientação para *stakeholder*”: refere-se às características organizacionais associadas à realização de doações, tais como, tamanho, concentração da propriedade; e b) “Relação indústria-*stakeholders*”: refere-se às características em nível da indústria, ou seja, às diferenças entre as indústrias quanto ao relacionamento com os *stakeholders* políticos e sociais, capturado, por exemplo, pela intensidade das doações e pela proporção de empresas da indústria que doam.

O modelo II deve ser entendido com um modelo de caminhos com variáveis latentes, não mensuradas diretamente, mas por indicadores observáveis, tal como definido pela modelagem de equações estruturais (HAIR *et al.*, 1995; KLINE, 2005). A Figura 2 explicita os caminhos, os indicadores e os coeficientes a serem estimados.

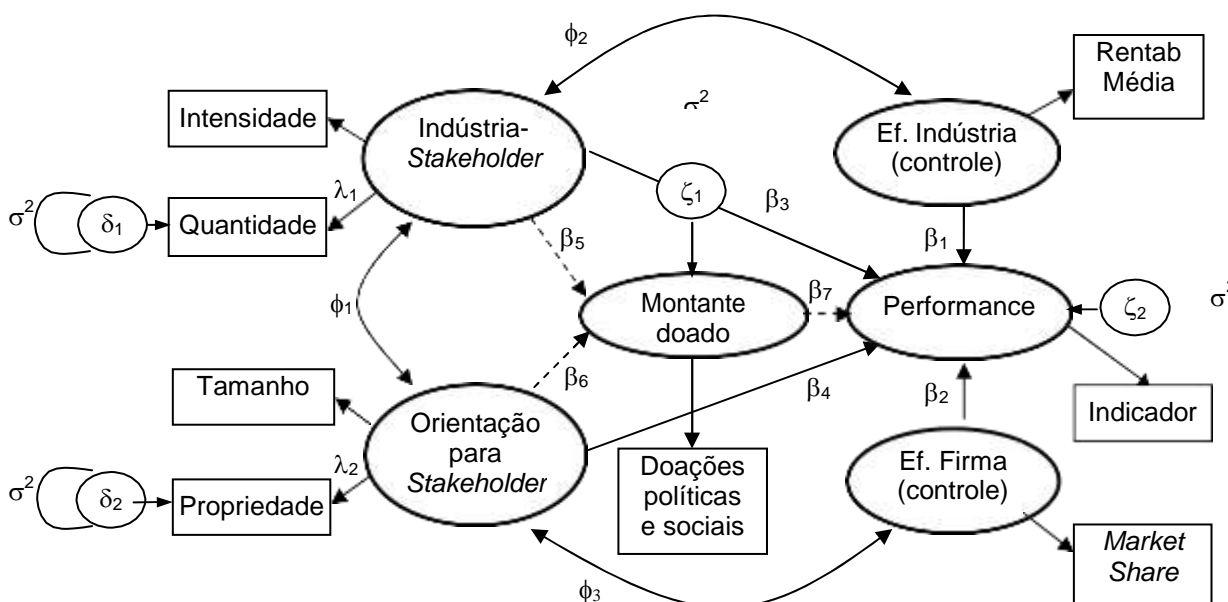


Figura 2: Modelagem dos efeitos mediadores das doações (diagrama de caminhos)

No modelo II, os cinco construtos estão representados pelos ovais. Nos retângulos estão os indicadores de cada construto. Os construtos efeitos da firma, efeitos da indústria, montante doado e performance foram mensurados por um único indicador ($\lambda=1$), admitindo-se não existir erro de mensuração ($\delta=0$). Efeitos da indústria foram medidos pela rentabilidade média dos setores, os efeitos da firma pelo *market-share* relativo das empresas, as doações pelo

montante médio doado para os *stakeholders* políticos e sociais e a performance segundo diferentes medidas: ROE, ROA e ROA Operacional. Ademais, não há razão para restringir a zero as correlações entre os dois construtos que antecedem as doações (ϕ_1), entre os efeitos econômicos da indústria e a relação indústria-*stakeholders* (ϕ_2) e entre os efeitos da firma e a orientação para os *stakeholders* (ϕ_3).

Os dois construtos que antecedem as doações são mensurados por dois indicadores cada. O tamanho da firma e a composição acionária da propriedade mensuram a orientação para os *stakeholders*, onde empresas maiores e com menor concentração acionária tendem a engendrar relacionamentos com *stakeholders*, por meio de doações. A intensidade, que representa o montante médio doado por uma determinada indústria, e a quantidade, que reflete o número relativo de empresas doadoras de um setor, são indicadores do construto relação indústria-*stakeholders*. Ao nível da indústria, a natureza da atividade do setor pode incentivar ou não a iniciativa estratégica das firmas em atender os *stakeholders*.

Na Figura 2, as setas sem parâmetros identificados refletem o valor 1. Os demais foram estimados pelo modelo. O *design* para teste dos efeitos mediadores das doações seguiu a abordagem de Singh, Goolsby e Rhoads (1994) e Tippins e Sohl (2003) que propõem o teste de modelos alternativos e concorrentes. Neste teste, dois modelos são propostos: a) sem a mediação das doações, que exclui os caminhos (linhas pontilhadas) representados pelos parâmetros β_5 , β_6 , β_7 ; e, b) completo, com a inclusão de todos os caminhos representados na Figura 2. Para que o efeito mediador seja verificado é esperado, além da significância de todos os coeficientes envolvidos, que o modelo com a mediação tenha melhor aderência do que o sem a mediação e que os coeficientes β_3 e β_4 tenham uma redução significativa quando a mediação das doações é modelada, levando a segunda hipótese:

H₂: A intensidade do relacionamento com stakeholders políticos e sociais media a relação entre a orientação da firma para engendrar tais relacionamentos e sua performance.

4. Métodos e dados

Os dados provêm de três fontes: a base ECONOMÁTICA, onde foram obtidos os dados financeiros e contábeis das empresas de capital aberto listada na BOVESPA (as quais limitou-se a amostra); o Guia Exame de Boa Cidadania Corporativaⁱ que relaciona os investimentos (doações) realizados pelas empresas em projetos sociais, que serviram como *proxy* do relacionamento com o *stakeholder* comunidade; e, os dados oficiais das doações das empresas para candidatos ou partidos na campanha eleitoral de 1998 (pleito 1999-2002), *proxy* para o relacionamento com o *stakeholder* governo.

As diferentes modalidades de projetos sociais foram agregadas na mesma variável, ‘doações sociais’, pois além de vantagens estatísticas, reflete aspectos relacionados ao mesmo *stakeholder*, a comunidade. Duas diferentes variáveis foram agregadas em uma única variável – doações. A soma das doações políticas realizadas em um único ano com a média anual das doações sociais poderia atribuir maior importância às primeiras, entretanto, as doações políticas refletem-se e preservam seus efeitos no pleito de quatro anos, o que justifica esta decisão. De acordo com Adams e Hardwick (1998) esta junção também é justificada pelo fato da quantidade de doações políticas serem pouco representativas em relação às doações totais das empresas e pela dificuldade em separar o efeito de ambas as doaçõesⁱⁱ.

A verificação da teoria instrumental dos *stakeholders* foi realizada em dois estágios. No primeiro, os coeficientes do modelo I foram estimados pelo método dos mínimos quadrados em uma regressão múltipla (Equação 1).

$$PERF_i = \beta_0 + \beta_1 INDUST_i + \beta_2 FIRMA_i + \beta_3 DOAR_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Devido à inconsistência dos resultados encontrados em estudos anteriores, foram utilizados vários indicadores para a performance para possibilitar uma análise ampla dos efeitos dos relacionamentos com os *stakeholders*, como mencionado por Griffin e Mahon (1997). Dessa forma, os coeficientes da Equação 1 foram estimados para cada indicador de performance utilizado (Quadro 1).

| Variável | Definições analítica e operacional |
|-------------------------------|--|
| Performance da Firma (PERF) | Medida a partir de quatro variáveis: ROE, ROA, ROA operacional e P/VPA, considerando o período 1999-2002. ROE: Média da relação lucro líquido/patrimônio líquido. ROA: Média da relação lucro líquido/total de ativos. ROA operacional: Média da relação lucro operacional/total de ativos. P/VPA: Média do <i>price-to-book</i> , relação Preço/Valor Patrimonial. |
| Efeitos da Indústria (INDUST) | Definição do estudo empírico de Schmalensee (1985), Hansen e Wernerfelt (1989) e Stimpert e Duhaime (1997). A medida representativa do efeito da indústria foi o ROE médio do setor. ROE do setor: Média da indústria, dos ROEs que medem a performance da firma. |
| Efeitos da Firma (FIRMA) | Figura 1. Definição do estudo empírico de Hansen e Wernerfelt (1989), citada por Rumelt (1991), referindo ao estudo de Schmalensee (1985). A medida representativa do efeito da firma foi o ln do Market Share relativo. Figura 2. <i>Market share</i> relativo: Relação entre o <i>Market share</i> da empresa e a concentração da indústria. Figura 3. O <i>Market share</i> da empresa é obtido pela relação entre a receita líquida de vendas média da empresa e a receita líquida de vendas da indústria, no período 1999-2002. Figura 4. A concentração da indústria é obtida pelo somatório dos quatro maiores <i>Market shares</i> do setor, considerando os valores médios do período 1999-2002. |
| Iniciativa estratégica (DOAR) | Variável <i>dummy</i> que compara as empresas doadoras (DOAR=1) com o grupo de referência: empresas não doadoras (DOAR=0). |

Quadro 1: Definição operacional das variáveis do Modelo I

No segundo estágio, os parâmetros do modelo II foram estimados, diretamente a partir da amostra, pela iteração da máxima verossimilhança (*maximum likelihood*), fornecida pelo módulo SEPATH do pacote estatístico STATISTICA. Para os construtos orientação para os *stakeholders* e relacionamento indústria-*stakeholders*, cargas aos indicadores chaves foram fixadas em 1 para ajustar a escala e a variância das variáveis latentes, bem como para contribuir na identificação do modelo (HAIR *et al.* 1995).

A exemplo do modelo I, parâmetros foram estimados para os diferentes indicadores de performance (Quadro 1). E, para cada indicador de performance, a hipótese da mediação foi analisada, adicionando ao modelo II as variáveis descritas no Quadro 3.

| Variável | Definições analítica e operacional |
|--------------------------------------|--|
| Doações políticas e sociais (DOACAO) | LN da soma das Doações políticas e sociais de cada empresa. Doação política: quantidade total doada em US\$ por cada empresa, a candidatos ou partidos políticos (independente do partido), na eleição de 1998 (que abrange o pleito de 1999-2002). Doação social: média anual das doações em US\$ de cada empresa em projetos sociais, considerando três períodos, 2000-2002. Para a conversão do valor em R\$ para US\$ foi utilizada a cotação do dólar ao final de cada ano. |
| Intensidade (INTENS) | Raiz quadrada da relação total doado/número de empresas na indústria, ou seja, é a raiz quadrada da quantidade doada por cada indústria. |
| Quantidade (QUANT) | Valor relativo de empresas doadoras na indústria, ou seja, a relação número de empresas doadoras na indústria/número de empresas na indústria. |
| Tamanho (TAM) | Ln do ativo total médio da empresa, considerando o período de 1999-2002. |
| Propriedade (PROP) | É a proporção média do número total de ações ordinárias pertencentes ao acionista principal, no período 1999-2002, ou seja, é a composição acionária do principal acionista. |

Quadro 2: Definição operacional das variáveis (observadas) adicionadas ao Modelo II

Variáveis foram transformadas no sentido de obter-se distribuição univariada normal. Entretanto, rejeitou-se a hipótese de normalidade no teste Kolmogorov-Smirnov para as variáveis indicadoras de performance e para QUANT. A variável INTENS foi transformada para reduzir a curtose.

Da base ECONOMÁTICA foram, inicialmente, excluídas da amostra: os bancos e financeiras, devido ao alto grau de alavancagem; empresas cujo setor de atuação não era especificado; empresas que não existiam em 1998, pois não participaram do processo de eleições; e, empresas que mesmo participantes do processo de eleições e nos projetos sociais, foram extintas durante o período analisado. Para melhorar a qualidade da amostra, foram eliminados os dados aberrantes.

Para o modelo I, partiu-se de uma amostra de 339 firmas em 16 setores (classificados conforme a base ECONOMÁTICA). A análise das observações influentes para detecção de *outliers* foi realizada tanto de forma univariada como multivariada para cada regressão, seguindo as recomendações de Hair *et al.* (1995). A análise univariada, somente das medidas de performance, excluiu 11 casos em que os valores ultrapassavam o limite de $\pm 2,5$ desvios-padrão, resultando a amostra final de 328 observações. Para cada regressão, observações influentes foram analisadas de forma multivariada pela distância de Cook, que considera, em conjunto, a análise dos resíduos deletados (*studentizados*), bem como a distância relativa da observação das demais (alavancagem). A amostra resultante de cada regressão satisfaz o critério mínimo de 15 observações para cada coeficiente estimado (HAIR *et al.*, 1995). Dados faltantes não se constituíram em um problema e as regressões utilizaram o método “*pairwise*” para lidar com as observações faltantes.

No modelo II, a amostra inicial foi de 102 firmas doadoras. A análise das observações influentes considerou a intersecção entre a análise univariada das variáveis de performance e a análise multivariada, com base no cálculo da distância de Mahalanobis (D^2), considerando todas as variáveis observáveis do modelo II. Dez casos foram excluídos: três do setor Petrogas, duas do setor Siderurgia/Metalurgia, e uma em cada um dos setores de Alimentos, de Energia Elétrica, de Minerais Não Metálicos, do Têxtil e de Transportes e Serviços, resultando a amostra final de 92 observações em 13 setores. Após esta análise foram excluídos os setores de Construção (não foram identificadas empresas doadoras neste setor), de Minerais não Metálicos e de Transportes e Serviços.

5. RESULTADOS

Nos itens a seguir são apresentados os resultados da pesquisa segundo a aplicação de cada um dos dois modelos: Modelo I e Modelo II, respectivamente como resposta às hipóteses H_1 e H_2 enunciadas na seção 3.

5.1 Verificação empírica da hipótese H_1

Retirados os *outliers* univariados, o setor que mais contribuiu (dos 16 considerados) foi Telecomunicações (17% das observações), e a menor frequência foi verificada no setor Mineração (1,2%). Os setores Energia Elétrica e Siderurgia/Metalurgia apresentaram o maior número de empresas doadoras e o menor foi registrado para Minerais não metálicos. A tabela 1 apresenta medidas descritivas das variáveis utilizadas no modelo I, bem como testes t das diferenças entre as doadoras e não doadoras para as variáveis dos efeitos da firma e os indicadores de performance.

Tabela 1: Estatística descritiva e teste t das variáveis do Modelo I

| Variável | Média | Desv.Pad. | Assim. | Curtose | DOAR=0 | DOAR=1 | t | Sig. |
|----------|--------|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| ROE | -4,38% | 0,229 | -1,564 | 2,692 | -6,850% | 1,004% | -2,881 | 0,004* |
| ROA | -5,71% | 0,397 | -11,105 | 151,884 | -9,170% | 2,002% | -3,488 | 0,001* |
| ROA_OP | -2,12% | 0,201 | -1,559 | 4,152 | -3,960% | 1,751% | -2,702 | 0,007* |
| P/VPA | 1,14 | 1,661 | 5,127 | 31,251 | 1,102 | 1,204 | -0,478 | 0,633 |
| FIRMA | -3,64 | 1,825 | -0,952 | 1,352 | -4,070 | -2,705 | -7,555 | 0,000* |
| INDUST | -5,81% | 0,0725 | -1,554 | 7,126 | -6,190% | 4,940% | -1,445 | 0,150 |

* Significativo a 1%

Observam-se diferenças significativas entre as médias dos indicadores de performance financeira e operacional, ROE, ROA e ROA_OP. A média desses indicadores nas firmas doadoras é significativamente superior às das não doadoras. O efeito da firma, representado pelo logaritmo natural da participação relativa de mercado, também mostrou igual comportamento (os valores originais das médias são 1,71% para as não doadoras e 6,69% para as doadoras). A performance mensurada pela valorização das ações pelo mercado não se mostrou diferente entre os dois grupos, bem como as firmas doadoras e não doadoras estão presentes em indústrias cuja rentabilidade média não difere significativamente.

Os coeficientes do modelo I foram estimados para cada indicador de performance considerado. A Tabela 2 apresenta, além da constante β_0 , os coeficientes padronizados β_1 a β_3

e suas respectivas significâncias, correlações bivariadas de ordem zero e parcial para cada variável.

Tabela 2: Estimativas dos parâmetros do Modelo I

| Var. Dep | ROE | ROA | ROA_OP | PVPA |
|-------------------------|----------------|----------------|--------------------|--------------------|
| Var. Ind. | | | | |
| Constante | 0,106* | 0,074* | 0,058 [#] | 1,161* |
| (sig.) | (0,000) | (0,001) | (0,013) | (0,000) |
| FIRMA | 0,252* | 0,271* | 0,104 | 0,134 [#] |
| (sig.; corr. parcial) | (0,000; 0,245) | (0,000; 0,263) | (0,296; 0,101) | (0,086; 0,129) |
| biv.; | 0,300; | 0,296; | 0,106; | 0,149; |
| INDUST | 0,231* | 0,182* | 0,257* | ,177* |
| (sig.; corr. parcial) | (0,000; 0,242) | (0,000; 0,191) | (0,181; 0,257) | (0,255; 0,179) |
| biv.; | 0,252; | 0,181; | 0,255; | 0,170; |
| DOAR | 0,088 | 0,087 | 0,044 | 0,093 |
| (sig.; corr. parcial) | (0,132; 0,088) | (0,127; 0,087) | (0,471; 0,042) | (0,150; 0,090) |
| biv.; | 0,196; | 0,193; | 0,099; | 0,147; |
| R ² ajustado | 14,2% | 12,1% | 7,1% | 6,4% |
| F | 17,424* | 15,428* | 8,488* | 5,835* |
| (sig) | (0,000) | (0,000) | (0,000) | (0,001) |
| DW | 1,965 | 2,033 | 2,038 | 1,887 |

* significativo a 1% # significativo a 5% DW = Durbin-Watson

Todas as regressões produziram modelos significativos. Os erros não apresentaram sérios indícios de autocorrelação, a estatística Durbin-Watson ficou próxima do valor desejado de 2,00. A análise dos resíduos também não revelou fortes desvios da normalidade, com exceção do ROA (assimetria negativa) e do PVPA (assimetria positiva)

Da Tabela 2, verifica-se que o coeficiente da variável DOAR não se apresentou significativo em nenhuma das regressões. Comparando-se com os resultados apresentados na Tabela 1, pode-se concluir, que as diferenças na performance encontradas entre grupos de firmas doadoras e não doadoras, deve-se a influência do efeito da firma, principalmente. A análise das correlações bivariadas e parciais mostra que a contribuição única de DOAR torna-se insignificante quando a variável FIRMA e INDUST estão no modelo. Isso mostra presença de multicolinearidade, na qual firmas que doam tendem a ter maior participação de mercado relativo (os indicadores de tolerância entre as duas variáveis ficaram abaixo de 0,90 para todos os modelos). Com base nessas evidências, não há como aceitar a hipótese H₁.

Alguns resultados específicos devem ser ressaltados. Em nenhuma regressão, as variáveis dependentes explicam mais do que 15% da performance, o que demanda melhor especificação do modelo. Com exceção da performance mensurada pelo PVPA e pelo ROA_OP, os efeitos da firma foram mais importantes do que os efeitos da indústria.

5.2 Verificação empírica da hipótese H₂

Para a verificação empírica do modelo 2, a amostra final de 92 empresas doadoras em 13 setores apresentou as médias das variáveis, descritas na Tabela 3. A menor doação registrada foi de US\$ 2.752,29 (Hercules, Siderurgia/Metalurgia) e a maior US\$ 4.900.469,70 (Vale do Rio Doce, Mineração), computando uma doação média de US\$ 537.038,25.

Tabela 3: Médias das empresas doadoras por setor (amostra do modelo II)

| Setor | No. obs | Intensidade (US\$) | Quantidade (%) | ROE (%) | ROA (%) | ROA_OP (%) | PVPA (%) |
|-------------------------|-----------|--------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Alimentos&Beb. | 6 | 114.469,73 | 28,00 | 10,60 | 4,21 | 5,20 | 1,480 |
| Comércio | 3 | 193.318,38 | 21,43 | — | — 8,70 | — 1,40 | 1,650 |
| | | | | 20,40 | | | |
| Eletroeletrônicos | 6 | 82.598,35 | 42,86 | 10,02 | 3,48 | 2,31 | 1,475 |
| Energia Elétrica | 15 | 146.276,47 | 44,44 | — 1,70 | — 2,90 | 0,19 | 0,777 |
| Maq. Industriais | 3 | 91.168,28 | 25,00 | 14,81 | 6,00 | 6,43 | 1,333 |
| Máquinas e Equipamentos | 3 | 1.270.660,00 | 15,00 | 8,45 | 5,74 | 11,10 | 1,377 |
| Papel&Celulose | 6 | 657.553,71 | 60,00 | 8,43 | 4,55 | 12,80 | 0,929 |
| Petrogas | 1 | 879.250,64 | 44,44 | ND | ND | ND | ND |
| Química | 13 | 162.747,56 | 40,63 | -8,60 | 3,31 | 2,56 | 1,195 |
| Siderur.&Metal. | 14 | 257.309,06 | 39,02 | 5,31 | 3,64 | 2,88 | 0,564 |
| Telecomunicações | 11 | 92.594,99 | 18,04 | 3,73 | 2,52 | 3,25 | 1,552 |
| Têxtil | 7 | 45.492 | 25,00 | 5,66 | 3,48 | 5,54 | 0,591 |
| Veículos e Peças | 4 | 116.762,89 | 18,18 | 12,90 | 3,86 | 5,56 | 1,733 |
| Todos os setores | 92 | 221.950,60 | 36,82 | 3,00 | 2,59 | 3,79 | 1,13 |

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação (Pearson) das variáveis observáveis utilizadas no diagrama de caminhos da Figura 2 e que serviu de *input* para a estimação direta dos parâmetros do modelo II, utilizando a modelagem de equações estruturais.

Tabela 4: Matriz de correlação das variáveis observáveis do modelo II

| Variáveis | Quant | Intens | Tam | Prop | Doacao | Indust | Firma | ROE | ROA | ROAop | PVPA |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|------|
| Quant | 1 | | | | | | | | | | |
| Intent | 0,77* | 1 | | | | | | | | | |
| Tam | 0,17 | 0,18 | 1 | | | | | | | | |
| Prop | 0,10 | 0,01 | -0,28* | 1 | | | | | | | |
| Doacao | 0,10 | 0,21# | 0,50* | -0,25# | 1 | | | | | | |
| Indust | 0,39* | 0,54* | 0,10 | 0,05 | 0,17 | 1 | | | | | |
| Firma | 0,05 | 0,08 | 0,64* | -0,35* | 0,40* | 0,05 | 1 | | | | |
| ROE | -0,01 | 0,06 | 0,10 | -0,17 | 0,18 | 0,14 | 0,17 | 1 | | | |
| ROA | 0,02 | 0,19 | -0,13 | -0,09 | 0,13 | 0,21# | 0,03 | 0,81* | 1 | | |
| ROAop | 0,11 | 0,19 | 0,02 | 0,02 | 0,12 | 0,17 | 0,13 | 0,64* | 0,78* | 1 | |
| PVPA | -0,14 | -0,04 | 0,12 | 0,02 | 0,20 | 0,20 | 0,16 | 0,25# | 0,19 | 0,17 | 1 |

* significativo a 1% # significativo a 5%

A utilização de correlações ao invés de covariância provê parâmetros estimados comparáveis entre si e aos coeficientes β do modelo I. O tamanho da amostra utilizada para estimar os parâmetros merece comentários. Apesar de inferior ao tamanho ideal (150–200 observações) para estimação com ML (HAIR *et al.*, 1995) e do mínimo de 100 (LOEHLIN, 1992; KLINE, 2005), a amostra de 92 observações do modelo II, atende a alguns pré-requisitos: é maior do que o mínimo permitido de 50 observações para estimação ML (HAIR *et al.*, 1995); as relações do número de casos por parâmetro estimável de 7,67 e 5,47 para os modelos sem e com a mediação, respectivamente, são maiores do que o mínimo de 5,00 (BENTLER; CHOU, 1987; HAIR *et al.*, 1995); e possui um bom número de graus de liberdade (KLINE, 2005). Contudo, o número de observações não atinge o sugerido de 15 casos por variável observável (13,14 e 11,50, para modelos sem e com mediação, respectivamente).

A Tabela 5 apresenta os coeficientes estimados para todos os modelos utilizados para testar a hipótese H_2 . Do modelo II, oito variações foram estimadas, com e sem o efeito da mediação da variável latente ‘montante doado’, para cada um dos quatro indicadores de performance.

Tabela 5: Coeficiente estimados para o modelo estrutural

| Relações | ROE | | ROA | | ROA_OP | | PVPA | |
|---|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | Com | Sem | Com | Sem | Com | Sem | Com | Sem |
| Ef. Indústria ↔ Performance (β_1) | 0,148 | 0,159 | 0,146 | 0,163 | 0,093 | 0,101 | 0,309* | 0,521* |
| Ef. da Firma ↔ Performance (β_2) | 0,174 | 0,194 | 0,189 | 0,217 | 0,202 | 0,215 | 0,126 | 0,148 |
| Ind-Stkhld ↔ Performance (β_3) | -0,041 | - | 0,119 | 0,133 | 0,141 | 0,147 | 0,240* | 0,227 |
| Orient. Stkhld ↔ Performance (β_4) | -0,097 | - | 0,381* | 0,304* | -0,190 | 0,157 | -0,024 | 0,036 |
| Indust-Stkhld ↔ Montante Doado (β_5) | 0,120 | n.a. | 0,120 | n.a. | 0,120 | n.a. | 0,120 | n.a. |
| Orient. Stkhld ↔ Montante Doado (β_6) | 0,481* | n.a. | 0,481* | n.a. | 0,481* | n.a. | 0,481* | n.a. |
| Montante Doado ↔ Performance (β_7) | 0,138 | n.a. | 0,195 | n.a. | 0,087 | n.a. | -0,024 | n.a. |
| Sig. do Chi-Quadrado | 0,657 | 0,223 | 0,576 | 0,190 | 0,724 | 0,791 | 0,557 | 0,594 |
| Steiger-Lind RMSEA | 0,000 | 0,038 | 0,000 | 0,048 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Joreskog GFI | 0,953 | 0,931 | 0,950 | 0,926 | 0,956 | 0,966 | 0,951 | 0,959 |
| Joreskog AGFI | 0,916 | 0,896 | 0,909 | 0,889 | 0,921 | 0,940 | 0,912 | 0,929 |

* significativo a 5% n.a.= não se aplica

Os modelos apresentaram 20 e 24 graus de liberdade, com e sem o efeito da mediação, respectivamente. O modelo é recursivo e a iteração não resultou em nenhum parâmetro absurdo, caracterizando-se por modelos determinados (*overidentified model*). As medidas de aderência (*fit indexes*) apresentadas mostram-se satisfatórias (algumas com excelente aderência, com índices RMSEA muito baixos). Contudo, observa-se, pelo AGFI, a esperada penalização pela falta de parcimônia (poucas restrições de relacionamento entre variáveis)ⁱⁱⁱ.

Antes de interpretar os coeficientes estimados, analisa-se os pressupostos de normalidade e a qualidade do modelo de mensuração. As medidas de curtose multivariada, fornecidas pelo SEPETH, não indicaram problemas severos de normalidade (Coeficiente Mardia-Based Kappa relativizado apresentou valores próximos ao valor desejado de 1,00 para todos as variações do modelo II). Nenhum resíduo normalizado ficou fora do limite de 95% de confiança.

As oito variações do modelo II apresentaram, para as duas variáveis latentes relacionamento indústria-stakeholder e orientação para os stakeholders, cargas (*loadings*) para seus indicadores iguais a 0,770 ($p=.000$) para λ_1 e $-0,277$ ($p=.004$) para λ_2 , significantes a 1%. A variância extraída e a confiabilidade foram calculadas em 0,80 e 0,88, respectivamente, para o construto relacionamento indústria-stakeholder, e em 0,54 e 0,64, para orientação para os stakeholders, indicando valores aceitáveis (HAIR *et al.* 1995).

Na Tabela 5, observam-se poucos coeficientes significativos^{iv}. Os modelos sem a mediação do montante doado apresentaram coeficientes significativos somente em dois casos, ROA e PVPA, os quais revelaram o seguinte padrão: na performance mensurada pelo ROA, características específicas da firma parecem influenciar a performance de forma mais significativa do que características ao nível das indústrias; e, na performance mensurada pelo PVPA, são as características das indústrias que importam, evidenciando que no Brasil os investidores, ao selecionarem seus investimentos, dão preferência aos setores mais do que às

empresas individualmente. Ogden e Watson (1999) constataram que as empresas que investiram no *stakeholder* cliente, aumentaram o valor de mercado de suas ações.

Por um lado isso implica em que, quanto maior a orientação de uma firma para engendrar doações (firmas grandes e composição acionária pouco concentrada), menor tende a ser sua performance financeira mensurada pelo ROA ($\beta_4 = -,304$). E, quanto maior for a participação de mercado relativa (hipoteticamente refletindo eficiência superior no uso de seus recursos e capacidades), maior tende a seu ROA ($\beta_2 = ,217$).

Por outro lado, enquanto o nível de atratividade da indústria na qual uma determinada firma opera influencia positivamente a valorização de suas ações no mercado ($\beta_1 = ,321$), o mercado parece avaliar negativamente firmas que estão em indústrias que se relacionam mais intensamente com seus *stakeholders* ($\beta_3 = -,227$)^v. Pode-se inferir, como possíveis causas dessa diferença, a natureza de determinadas indústrias, que impele suas firmas a doarem mais intensamente e em maior número do que outras, sendo percebido pelo mercado como um risco ou forma de compensação dessas empresas por danos causados à comunidade em geral ou ao fato de estarem mais sujeitas às regulamentações governamentais.

A introdução da mediação do construto montante doado não forneceu coeficientes estatisticamente diferentes de zero. Apenas o caminho de orientação para *stakeholder* → Montante doado ($\beta_6 = ,481$) mostrou-se significativo para todas as medidas de performance. Isso indica que se pode identificar um “perfil” de firma mais propensa a engendrar tais doações.

Contudo, o “perfil”, ou orientação para os *stakeholders*, sem mediação, apresentou influência negativa ($\beta_4 = -,381$) na performance financeira (ROA). Esse resultado mostra uma aparente ineficiência das empresas que tendem a ser mais orientadas ao relacionamento com *stakeholders*, permitindo-se inferir a interpretação do montante doado como uma despesa, a partir da qual não se produz retorno. Uma das razões para tal resultado pode ser a variável considerada para doação. Berman *et al.* (1999) ao analisar cinco variáveis capazes de capturar a postura da firma orientada aos *stakeholders*, encontrou que somente duas delas, empregados e qualidade do produto, afetam diretamente a performance da firma, também medida pelo ROA, porém a variável comunidade não apresentou impacto estatisticamente significativo.

No mesmo modelo do ROA com mediação, apesar de se constatar um relacionamento positivo ($\beta_7 = ,195$) entre Montante Doado → Performance, a mediação do montante doado explica apenas 9,4% ($\beta_6 * \beta_7 = ,094$) da variação da performance. A aparente incoerência entre os sinais de β_4 e de $\beta_6 * \beta_7$ pode ser explicada pelo reduzido valor dos coeficientes.

Com base nessas evidências, não se pode aceitar a hipótese H₂. Finalmente, as correlações modeladas, com exceção de ϕ_1 , apresentaram valores significativos e com o sinal esperado, para todas as variações do modelo II. Isso significa que indústrias mais atrativas são as que possuem uma relação mais intensa com seus *stakeholders* ($\phi_2 = 0,533$) e firmas que possuem orientação para os *stakeholders* mais forte apresentam, em geral, maiores participações relativas de mercado ($\phi_3 = 0,639$). O sinal da correlação ϕ_2 parece entrar em contradição com os resultados obtidos pelos coeficientes β_1 e β_3 , no modelo com mediação do PVPA; e o sinal da correlação ϕ_3 , por sua vez com os dos coeficientes β_2 e β_4 , no modelo sem mediação do ROA. Tais contradições podem ser explicadas pelo fato de β_1 e β_2 , nos seus respectivos modelos, apresentarem valores baixos ou pela existência de multicolineariedade entre as variáveis de controle e as variáveis latentes exógenas.

6. DISCUSSÃO

O objetivo deste trabalho não foi medir a relação de causalidade entre desempenho social e performance como nos estudos de McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988), Preston e O'Bannon (1997) e Ruf *et al.* (2001), dentre outros. O objetivo foi analisar o efeito concorrente entre orientação para os *stakeholders* e performance, por este motivo as variáveis foram medidas para o mesmo período. Desenhado a partir da teoria dos *stakeholders*, as hipóteses de que a intensidade do relacionamento com *stakeholders* políticos e sociais media a relação entre a orientação da firma e sua performance e de que o atendimento a estes *stakeholders* influencia positivamente a performance da firma foram testadas, utilizando inicialmente um modelo de regressão e posteriormente um modelo de equações estruturais.

Nessa pesquisa não foi modelada a interação entre estratégia e relacionamento com *stakeholders*, como geralmente é utilizado em outros *designs* seja de mediação ou de moderação (BERMAN *et al.*, 1999). Para verificar a teoria instrumental, assumiu-se que firmas doadoras são empresas cuja doação faz parte da estratégia, na medida em que ela é feita com a finalidade de melhorar a performance. Os controles da firma foram utilizados para isolar, dentro dos efeitos da estratégia como um todo, o quanto os efeitos da doação influenciam diferentes medidas de performance (DONALDSON e PRESTON, 1995, p.67).

Apesar do modelo I as firmas doadoras apresentarem indicadores de performance financeira e operacional superiores às não doadoras, não foi possível inferir que são elas que explicam a doação, visto que o coeficiente da variável doações, não se apresentou significativo nas regressões realizadas, o que leva à conclusão de que as diferenças na performance devem-se antes ao efeito tamanho da firma, e desta forma a hipótese 1 não pode ser aceita.

Com a introdução da mediação do construto montante doado no modelo II, apenas o caminho Orientação para *stakeholder* → Montante doado mostrou-se significativo para todas as medidas de performance. Apesar de ser indicativo de que se pode identificar um “perfil” de firma mais propensa a engendrar tais doações, o “perfil”, ou orientação para os *stakeholders*, sem mediação, apresentou influência negativa na performance financeira (ROA). Esse resultado mostra uma aparente ineficiência das empresas que tendem a ser mais orientadas ao relacionamento com *stakeholders*, sugerindo a interpretação do montante doado como um custo, a partir do qual não se produz retorno. Com base nessas evidências, não se pode aceitar a hipótese H₂.

Considerando que em nenhuma regressão as variáveis dependentes explicam mais do que 15% da performance, isto leva a necessidade de melhor especificação do modelo, porém, com exceção do PVPA e ROA_OP, os efeitos da firma foram mais importantes do que os efeitos da indústria.

De forma geral, os modelos testados explicam muito pouco a variação da performance nesse tipo de ambiente, o que se constitui em um desafio a *mainstream* da área de estratégia e de finanças.

7. CONCLUSÕES

Neste trabalho, a teoria instrumental, tal como prevista por Donaldson e Preston (1995), não encontrou evidências empíricas em ambientes turbulentos. Contudo, apesar de não se aceitarem suas hipóteses, não se pretendeu refutá-la. Possíveis soluções passam por uma melhor especificação da teoria para esse tipo de ambiente e a conseqüente re-especificação do modelo, a mensuração alternativa do relacionamento e da intensidade, ou mesmo a incorporação de outros grupos importantes de *stakeholders*.

Os resultados encontrados devem ser interpretados de forma cautelosa, por duas razões principais. a) Principalmente na modelagem por equações estruturais, o reduzido tamanho da amostra, aliado aos baixos valores de alguns coeficientes, podem tornar os coeficientes instáveis, o que explicaria as contradições entre os sinais de alguns coeficientes e entre os sinais de coeficientes e de correlações. Uma amostra reduzida diminui o poder dos testes de significância dos parâmetros estimados e aumenta o erro amostral, tornando mais difícil rejeitar a hipótese nula (KLINE, 2005), entretanto, apesar de inferior ao tamanho ideal, a amostra é maior do que o mínimo permitido, bem como a relação do número de casos por parâmetro. b) A presença de vários coeficientes não significativos tende a inflar as medidas de aderência do modelo baseadas no chi-quadrado (FORNEL; LARCKER, 1981).

Outra limitação diz respeito à *proxy* utilizada para investimentos na comunidade e às informações disponibilizadas. Ao considerar os projetos sociais como *proxy* do relacionamento com a comunidade, não se está considerando a totalidade das operações das empresas que compõem a amostra, mas um determinado projeto ou conjunto de ações por elas implementadas (VERGARA; BRANCO, 2001). Os projetos sociais podem representar contribuições sociais significativas, mas representam apenas uma das dimensões da responsabilidade social no que diz respeito ao relacionamento com a comunidade (COELHO, 2004). Além dos projetos sociais representarem apenas uma parte do relacionamento com o *stakeholder* comunidade, é possível que, em muitos casos, a falta de informações sistematizadas nas empresas sobre os projetos sociais desenvolvidos, acabe sub-estimando o valor das doações, sem constarem no Guia Exame, e mesmo projetos referenciados mas com valor ND (não declarado).

Para pesquisas futuras, pode-se considerar um design com moderação do relacionamento com *stakeholders*, na relação estratégia e performance, bem como a utilização de medidas multivariadas de performance que, tal como sugerido por Chakravarthy (1986), poderiam capturar o retorno para múltiplos *stakeholders*. Entretanto, a inclusão de mais parâmetros no modelo II aumentaria os problemas da amostra limitada e poderia se incorrer ao risco de testar hipóteses de uma teoria normativa, e não instrumental, dos *stakeholders*. A análise da relação de causalidade entre a orientação para os *stakeholders* e performance, a inclusão da orientação para outros *stakeholders*, a utilização de outras medidas, também podem ser desmembramentos para novas pesquisas. A indústria e orientação para os *stakeholders* são conceitos válidos para prever o montante doado, porém a validade pode ser aprimorada, buscando outros indicadores que descrevam o conceito, além do tamanho e estrutura da propriedade.

Devido à escassez de trabalhos empíricos e a complexidade do relacionamento entre a teoria dos *stakeholders* e o desempenho das empresas, este estudo, como tantos outros, não esgota o assunto, porém espera-se ter contribuído para uma reflexão quanto à necessidade de trabalhos empíricos à luz da teoria dos *stakeholders* não só em países desenvolvidos, mas em economias emergentes e ambientes turbulentos como o Brasil.

REFERÊNCIAS

ADAMS, M.; HARDWICK, P. Na analysis of corporate donations: United Kingdom evidence. **Journal of Management Studies**, 35(5), 641-654, 1998.

AGLE, B. R.; MITCHELL, R. K.; SONNENFELD, J. A. Who matters to CEOs? An investigation of stakeholders attributes and salience, corporate performance, and CEO values. **Academy of Management Journal**, 42(5), 507-525, 1999.

ALBERTON, A. **Meio ambiente e desempenho econômico-financeiro: o impacto da ISO 14001 nas empresas brasileiras.** 2003. 307 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção (PPGEP), Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis.

ALEXANDER, G. J.; BUCCHOLZ, R. A. Corporate social responsibility and stock market performance. **Academy of Management Journal**, 21(3), 479-486, 1978.

ALTMAN, B. W. Corporate community relations in the 1990s: a study in transformation. **Business and Society**, 37(2), 221-227, 1998.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R., 2004. A Mensuração Multivariada da Performance e Suas Componentes de Variância: uma Análise dos Efeitos do Ano, Indústria e Firma no Contexto Brasileiro. *In: ENANPAD*, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. 16 p.

BENTLER, P.; CHOU, C. Practical issues in structural modeling. **Sociological Methods and Research**, 16(1), p. 78-117, 1987.

BERMAN, S. L.; WICKS, A. C.; KOTHA, S.; JONES, T. M. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. **Academy of Management Journal**, 42(5), p. 488-506, 1999.

BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. Firm performance in na extremely turbulent environment: year, industry and firm effects. *In: ENANPAD*, 27., 2003, Atibaia. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2003.

BROMILEY, P.; MARCUS, A. The deterrent to dubious corporate behavior: profitability, probability and safety recalls. **Strategic Management Journal**, 10(3), 233-250, 1989.

BUCHHOLZ, R.; ROSENTHAL, S. Stakeholder theory and public policy: how governments matter. **Journal of Business Ethics**, 51(2), 143-153, 2004.

CHAKRAVARTHY, B. Measuring strategic performance. **Strategic Management Journal**, 7(5), 437-458, 1986.

CLARKSON, M. B. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of Management Review**, 20(1), 92-117, 1995.

COCHRAN, P. L.; WOOD, R. Corporate social responsibility and financial performance. **Academy of Management Journal**, 27(1), 42-56, 1984.

COELHO, M. Q. Indicadores de performance para projetos sociais: a perspectiva dos *stakeholders*. *In: ENANPAD*, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. 16 p.

DAVIDSON III, W. N.; CHANDY, P. R.; CROSS, M. Large losses, risk management and stock returns in the Airline Industry. **Journal of Risk and Insurance**, 54(1), 162-172, 1987.

DAVIDSON III, W. N.; WORRELL, D. L. The impact of Announcements of corporate illegalities on shareholder returns. **Academy of Management Journal**, 31(1), p. 195-200, 1988.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E.. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**, 20(1), 65-91, 1995.

- FORNEL, C.; LARCKER, D. Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. **Journal of Marketing Research**, 18(1), 39-50, 1981.
- FREEMAN, R. Edward. A Stakeholder theory of the modern corporation. *In*: M. B. E. Clarkson (ed.), **The corporations and its stakeholders: classic and contemporary readings**. Toronto: University of Toronto Press, 1998. 125-138.
- FREEMAN, R. E. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.
- FREEMAN, R. Edward. Divergent stakeholder theory. **Academy of Management Review**, 24(2), 233-236, 1999.
- GRAVES, S. B.; WADDOCK, S. A. Institucional owners and corporate social performance. **Academy of Management Journal**, 37(4), 1035-1046, 1994.
- GRIFFIN, J. J.; MAHON, J. F. The corporate social performance and corporate financial performance debate. **Business & Society**, 36(1), 5-31, 1997.
- HAIR, J; ANDERSON, R.; TATHAM, R.; BLACK, W. **Multivariate data analysis**. 5.ed. New Jersey, 1995.
- HAMBRICK, D. C. Operationalizing the concept of business-level strategy in research. **Academy of Management Review**, 5(4), 567-575, 1980.
- HANSEN, G. S.; WERNERFELT, B. Determinants of firm performance: the relative importance of economics and organizational factors. **Strategic Management Journal**, 10(5), 339-411, 1989.
- HAWAWINI, G.; SUBRAMANIAN, V.; VERDIN, P. Is performance driven by industry - or firm-specific factors? A new look at the evidence. **Strategic Management Journal**, 24(1), 1-16, 2003.
- JONES, T. M. Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics. **Academy of Management Review**, 20(2), 404-437, 1995.
- KEIM, Gerald D.; BAYSINGER, Barry D. The efficacy of business political activity: competitive considerations in a principal-agent context. **Journal of Management**, 14(2), 163-180, 1988.
- KLIN, R. **Principles and practice of structural equation modeling**. 2a. ed. New York: The Guilford Press, 2005.
- LOEHLIN, J. **Latent variables models: an introduction to factor, path, and structural analysis**. 2a. ed., Hillsdale: Lawrence Erlbaum, 1992.
- LUK, C.; YAU, O.H.M.; TSE, A.C.B.; SIN, L.Y.M; CHOW, R.P.M. Stakeholder orientation and business performance: the case of service companies in China. **Journal of International Marketing**, 13(1), 89-110, 2005.
- McGAHAN, A. M.; PORTER, M. E. How much does industry matter, really? **Strategic Management Journal**, 18(Summer Special Issue), 15-30, 1997.
- McGUIRE, J. B.; SUNDGREN, A.; SCHNEEWEIS, T. Corporate social responsibility and firm financial performance. **Academy of Management Journal**, 31(4), 854-872, 1988.
- MOORE, G. Corporate social and financial performance: an investigation in the U.K. supermarket industry. **Journal of Business Ethics**, 34(3/4), 299-315, 2001.

OGDEN, S.; WATSON, R. Corporate performance and stakeholder management: balancing shareholder and customer interests in the U.K. privatized water industry. **Academy of Management Journal**, 42(5), 526-538, 1999.

PAVA, M. L.; KRAUSZ, J. Criteria for evaluating the legitimacy of corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, 16(3), 337-347, 1997.

PHILLIPS, R.; FREEMAN, R. E.; WICKS, A. C. What Stakeholder theory is not. **Business Ethics Quarterly**, 13(4), 479-502, 2003.

PORTER, M. **Competitive strategy**. New York: Free Press, 1980.

PRESTON, L. E.; O'BANNON, D. P. The corporate social-financial relationship: typology and analysis. **Business & Society**, 36(4), 419-429, 1997.

REVISTA EXAME. Guia Exame de boa cidadania corporativa. São Paulo: Editora Abril, 728 ed., 2000(119 p.); 754 ed., 2001(210 p.); 781 ed., 2002 (210p.).

ROBERTS, Robin W. Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory. **Accounting Organizations and Society**, 17(6), 595-612, 1992.

ROQUEBERT, J. A.; PHILLIPS, R. L.; WESTFALL, P. A. Markets vs. management: what drives profitability? **Strategic Management Journal**, 17(6), 653-664, 1996.

RUF, B. M.; MURALIDHAR, K.; BROWN, R. M.; JANNEY, J. J.; PAUL, K. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective. **Journal of Business Ethics**, 32(2), 143-156, 2001.

RUMELT, R. P. How much does industry matter? **Strategic Management Journal**, 12(3), 167-185, 1991.

SCHMALENSEE, R. Do markets differ much? **The American Economic Review**, 75(3), 341-351, 1985.

SINGH, J.; GOOLSBY, J.; RHOADS, G. Behavioral and psychological consequences of boundary spanning burnout for customer service representatives. **Journal of Marketing Research**, 31(4), 558-569, 1994.

SOUZA, M. J. B.; MARCON, R. **Responsabilidade Social Corporativa, Vantagem Competitiva e Desempenho Financeiro**. In: **Third Iberoamerican Academy of Management International Conference, 3., 2003, São Paulo**. Proceedings... São Paulo: **Iberoamerican Academy of Management, 2003**.

STATMAN, M. Socially responsible mutual funds. **Financial Analyst Journal**, 56(3), 30-39, 2000.

STIMPERT, J. L.; DUHAIME, I. Seeing the big picture: the influence of industry, diversification, and business strategy on performance. **Academy of Management Journal**, 40(3), 560-583, 1997.

SUNDARAM, A. K.; INPKEN, A. C. The corporate objective revisited. **Organization science**, 15(3), 350-363, 2004.

TIPPINS, M.; SOHI, R. It competency and firm performance: is organizational learning a missing link? **Strategic Management Journal**, 24(8), 745-761, 2003.

TIRAS, S.; RUF, B.; BROWN, R. M.. The relation between stakeholders' implicit claims and firm value. In: www.ssrn.com, Sep. 1998.

ULLMANN, A. A. Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social disclosure, and economic performance of U.S. firms. **Academy of Management Review**, 10(3), 540-557, 1985.

VERGARA, S. C.; BRANCO, P. D. Empresa humanizada: a organização necessária e possível. **Revista de Administração de Empresas**, 41(2), 20-30, 2001.

WADDOCK, S. A.; GRAVES, S. B. The corporate social performance-financial performance link. **Strategic Management Journal**, 18(4), 303-319, 1997.