

Gestão para os Stakeholders e Desempenho Organizacional: Evidências Empíricas nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto

RENATO FABIANO CINTRA
UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO (UNINOVE)

BENNY KRAMER COSTA
UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO (UNINOVE)

Gestão para os *Stakeholders* e Desempenho Organizacional: Evidências Empíricas nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto

Resumo: Este estudo consiste na evidência empírica da gestão para os *stakeholders* sob os indicadores de desempenho organizacional nas empresas brasileiras de capital aberto. O enquadramento metodológico foi quantitativo e utilizou o teste Mann-Whitney para realizar as comparações entre os grupos (com e sem a gestão para os *stakeholders*). Como resultado tem-se a evidência empírica da gestão para os *stakeholders* na discussão da criação de valor e desempenho organizacional. O presente estudo avança na discussão empírica da relação entre *stakeholders* e empresa na orientação da criação de valor, haja vista que apresenta evidência estatística de que a gestão para os *stakeholders* têm influência direta no desempenho superior nas empresas. Demonstra evidências empíricas de questões até então discutidas no campo teórico, mas sem relação direta com um conjunto de empresas, bem como ampara a ideia de que a criação de conexões entre empresa e *stakeholders* abrem oportunidades invisíveis para a criação de valor.

Palavras-Chave: Teoria dos *Stakeholders*; Desempenho Organizacional; Empresas Brasileiras de Capital Aberto.

1 Introdução

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

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

Pesquisas sugerem a necessidade de ampliar o escopo de análises empíricas da relação entre o tratamento dos *stakeholders* e desempenho da empresa (Faleye & Trahan, 2011; Bosse & Coughlan, 2016; Bosse, Phillips, & Harrison, 2009), principalmente com o foco conceitual da criação de valor (Garriga, 2014; Mitchell, Van Buren, Greenwood, & Freeman, 2015), nas dinâmicas de criação de valor (Garcia-Castro & Aguilera, 2015) e nas fontes potenciais de criação de valor (Tantalo & Priem, 2016). A adoção de uma gestão para os *stakeholders* e o desempenho organizacional é uma questão que necessita aprofundamento (Harrison & Bosse, 2013; Sarturi & Mascena, 2017).

Estudos sobre valor têm apresentados avanços teóricos importantes e pontos de consenso (Sarturi, 2016). Embora a literatura apresente significativos avanços (Garcia-Castro & Aguilera, 2015), nota-se que existem desafios em pesquisas futuras (Cintra *et al.*, 2015; Cintra, Cassol, & Costa, 2017). Um dos desafios está na ampliação de pesquisas com abordagens quantitativas (Cintra *et al.*, 2015), haja vista o alcance e generalização dos resultados empíricos, que são iniciais e incipiente ao campo (Cintra, Cassol, & Costa, 2017; Sarturi, 2016).

Dos desafios que se alinham a este estudo são: necessidade de evidências empíricas da TS como capaz de produzir valor organizacional (Cintra *et al.*, 2017) ou desempenho superior

(Harrison, Bosse, & Phillips, 2010); retorno para a ênfase da TS sobre os benefícios estratégicos na gestão (Cintra *et al.*, 2017); aprofundamento na evidência empírica da adoção de uma gestão para os *stakeholders* e o desempenho organizacional (Harrison & Bosse, 2013; Sarturi & Mascena, 2017), análise detalhada com base nos relatórios anuais das empresas (Dumitru, Guse, Feleaga, Manguic, & Feldioreanu, 2015); não se sabe ao certo como o atendimento da função utilidade dos *stakeholders* e o desempenho da empresa se comportam empiricamente (Sarturi, 2016) e entender como as empresas moldam suas decisões à criação de valor aos *stakeholders* parece oportuno ao campo da TS (Cintra *et al.*, 2017).

Em função desses pontos, o problema de pesquisa consiste em investigar: Qual o impacto da gestão para os *stakeholders* no desempenho da empresa? Para operacionalizar a presente pesquisa, comparou empresas que gerem *stakeholders* com as que não gerem orientados para os indicadores de desempenho organizacional (receita líquida, ROA, EBITDA e endividamento líquido). Portanto, a presente pesquisa objetiva analisar empiricamente a relação da adoção de uma gestão para os *stakeholders* e o desempenho organizacional, bem como avaliar o impacto da gestão para os *stakeholders* no desempenho da empresa. Busca-se com a pesquisa, demonstrar evidências empíricas de questões até então discutidas no campo teórico, mas sem relação direta com um conjunto de empresas.

O presente artigo foi organizado em cinco partes. Além da introdução já apresentada, tem-se a revisão sucinta da literatura da gestão para os *stakeholders* e desempenho organizacional, como sendo a segunda parte. Na terceira parte são apresentados os procedimentos metodológicos orientados para o tipo de pesquisa, coleta e análise dos dados. Na quarta parte tem a apresentação e discussão dos resultados. Por fim, tem-se a conclusão do estudo, limitação e indicação de pesquisa futura.

2 Gestão para os *stakeholders* e desempenho organizacional

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

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

As pesquisas nessa área destacam que existe conexão da capacidade da relação com os *stakeholders* de levar a uma vantagem competitiva para a empresa (Brito & Bernardi, 2010) e, assim, maior desempenho organizacional (Harrison, Bosse, & Phillips, 2009, 2010; Tantalo & Priem, 2016). Notam-se evidências da importância e da influência dos *stakeholders* na sobrevivência de uma organização (Schiavoni, Moraes, de Castro, & Santos, 2013). Os *stakeholders* possuem relacionamentos distintos com o negócio e suas percepções em relação para a atuação de uma empresa precisam ser consideradas (Macêdo & Cândido, 2011).

A gestão para os *stakeholders* estabelece que os *stakeholders* que são bem tratados tendem a retribuir com atitudes e comportamentos positivos (Harrison, Freeman, & Abreu, 2015), o que torna um mecanismo de alcançar desempenho organizacional superior. Motivadas pela

intensa competitividade no mercado, as empresas passam a considerar seu relacionamento com seus *stakeholders* no sentido de potencializar as relações para obter vantagem competitiva (Brandão, Diógenes, & Abreu, 2017).

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

Neste sentido, acredita-se que os gerentes que se relacionam com seus *stakeholders* em um regime de confiança mútua e cooperação certamente alcançarão vantagem competitiva e desempenho superior (Brandão, Diógenes, & Abreu, 2017; Jones, 1995). É o nexos de contratos entre *stakeholder* e empresa que sustentam a relação (Jones, 1995). Logo, a empresa deixa de ser a unidade de análise, enquanto que as interações organizacionais passam a ser geradoras de valor e competitividade (Brito & Bernardi, 2010).

Nota-se que embora existam indícios de que a gestão para os *stakeholders* tenha relação direta com o desempenho organizacional superior, as evidências empíricas e quantitativas no campo são iniciais, como foi apresentado por Sarturi (2016). Portanto, a hipótese do estudo está orientada para que as empresas que tem a gestão para os *stakeholders* terá desempenho superior. Na sequência serão apresentados os procedimentos metodológicos adotados no artigo.

3 Procedimentos Metodológicos

Partindo da premissa que as medidas financeiras refletem apenas parte do desempenho, que tem limitações, especialmente, relacionadas ao fator tempo e que os eventos não-financeiros muitas vezes são os que determinam alterações no *status* financeiro (Vasconcelos, Yoshitake, & Nascimento, 2005), a pesquisa utiliza-se como referência os aspectos da abordagem quantitativa orientada para um espaço temporal de 16 anos (2001 até 2016), bem como atribui a matriz de materialidade proposta pelo *Global Reporting Initiative* (GRI) como o critério para enquadramento da empresa que tem ou não a gestão para os *stakeholders* (evento não-financeiro).

Importante destacar que a GRI é uma organização *multi-stakeholder* que propõe um padrão mundial para a produção de relatórios de gestão. Ao utilizar tais diretrizes, as organizações têm a possibilidade de avaliar suas operações e práticas (e por que não comparar também), por meio de critérios aceitos internacionalmente. O questionário é formado por sete dimensões: geral; natureza do produto; governanças corporativas; econômico-financeira; social; ambiental; e mudanças climáticas (Sousa & Zucco, 2016).

O presente estudo se delimitou na investigação de empresas de capital aberto listadas na BM&F Bovespa. Atualmente estão listadas 362 empresas de diversos setores na classe ações ordinárias, ações estas com direito a voto nas assembleias. Como a proposta inicial era de analisar as empresas ligadas diretamente ao setor do turismo e apenas duas empresas estavam listadas (amostra muito pequena para uma análise estatística), optou por ampliar a amostra para todas as empresas dos setores de bens industriais, consumo não cíclico e consumo cíclico. Escolha esta que é justificada tendo em vista que em sua maioria, estas empresas proporcionam atividades que tangenciam ou proporcionam melhoria na condição de fazer a atividade turística. Também, a ideia de se ter três setores atende ao quesito de que o setor pode influenciar no comportamento das empresas e desta forma, tem aspecto de variável de controle na comparação entre os setores.

Ao resgatar as variáveis de controle em estudos empíricos que investigaram desempenho, as mais usadas são setor e tamanho da empresa (Boaventura, Silva, & Bandeira-de-Mello, 2012).

Logo, a amostra final para o presente estudo foi composta por 152 empresas, sendo: 51 empresas do setor de bens industriais; 81 empresas do setor de consumo cíclico; e 20 empresas do setor de consumo não cíclico (para mais detalhes das empresas ver Apêndice A). Definida as empresas, procedeu a identificação de quais tinham a matriz de materialidade do GRI, bem como quais anos foram realizadas. Numa análise inicial foi comparado o grupo que possuía (49 empresas) e não possuía (103 empresas) a matriz de materialidade do GRI. Na sequência a mesma comparação foi realizada para os três setores (bens industriais, consumo cíclico e consumo não cíclico) de forma isolada.

Para efetuar a comparação entre os grupos (com ou sem a matriz de materialidade e setores) utilizou os valores disponíveis de 2001 até 2016: da receita líquida; do ROA (retorno sobre o ativo); do EBITDA¹; e do endividamento líquido. A justificativa da utilização desses (e não outros) está no argumento de que: (a) a receita líquida é um indicador importante para iniciar a análise gerencial do resultado da empresa, bem como o reflexo no lucro e desempenho (Sousa, Albuquerque, Rêgo, & Rodrigues, 2011); (b) o ROA mede o potencial de geração de lucro da empresa (Matarazzo, 2007) e, em geral, é usado em pesquisas empíricas para medir desempenho (Boaventura, Silva, & Bandeira-de-Mello, 2012; Sarturi, 2016); (c) entre os indicadores contábeis utilizados para mensurar eficácia do desempenho organizacional destaca-se o EBITDA. O EBITDA mostra a geração de recursos considerando somente as atividades operacionais, pois elimina os efeitos das despesas não desembolsáveis como depreciação, amortização e exaustão; além de evidenciar a capacidade de investimentos, de pagamentos aos credores e de distribuição de dividendos aos acionistas (Ritta, Jacomossi, Fabris, & Klann, 2017). O EBITDA mostra o quanto os ativos operacionais conseguem produzir de retorno em unidades monetárias (Ritta *et al.*, 2017); e (d) o endividamento pode afetar o lucro e assim restringir o comportamento dos gestores (Barnett & Salomon, 2012), bem como o estudo sobre o endividamento contribui para uma gestão mais efetiva da organização, tendo como direcionamento a redução do risco financeiro e continuidade das operações (Drigo & Mendes Neto, 2017) e são categorias relevantes para se analisar a empresa no longo prazo (Souza, Brighenti, & Hein, 2016). A literatura indica diversas técnicas para avaliar o desempenho da organização (Souza, Brighenti, & Hein, 2016). Como o estudo trata-se de evidências iniciais, futuramente podem relacionar outros indicadores.

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

Para confecção da base de dados utilizou-se dos seguintes parâmetros: (a) t_0 como o ano de entrada no GRI e assim o primeiro ano de elaboração da matriz de materialidade; (b) t_{antes} composto por $t-1$ (1 ano antes da entrada para quem possui a matriz ou o ano mais recente para quem não possui a matriz), $t-2$ (2 anos antes da entrada para quem possui a matriz ou o segundo ano mais recente para quem não possui a matriz), $t-3$ (3 anos antes da entrada para quem possui a matriz ou o terceiro ano mais recente para quem não possui a matriz) e assim por diante até $t-16$; (c) t_{depois} composto por $t1$ (1º ano depois da entrada para quem possui a matriz), $t2$ (2º ano

¹ Lucro Líquido do Exercício Tributos sobre o Lucro + Despesas Financeiras Líquidas das Receitas Financeiras + Depreciações, Amortizações e Exaustões.

depois da entrada para quem possui a matriz) e assim por diante até $t15$. Para as empresas que não tinham a matriz, utilizou-se da média de todo o período para compor o t_depois , com intuito de proceder a comparação dos desempenhos. Ao todo foram 1.886 observações de receita líquida, 1.908 do ROA, 1.781 do EBITDA e 1.915 do endividamento líquido.

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

4 Apresentação e Análise dos Resultados

Para demonstrar as evidências quantitativas, optou por fazer comparações entre os grupos e setores. A comparação utilizou-se das informações para construir três períodos t_antes (média do $t-1$ até $t-16$), $t0$ (ano de entrada no GRI) e $t_após$ (média do $t1$ até $t15$). A comparação parte da premissa de que as empresas que realizaram a matriz demonstraram preocupação com os *stakeholders*, atendendo a gestão para os *stakeholders*, mesmo que de maneira parcial, haja vista que o processo de consulta e discussão é todo orientado aos interesses dos *stakeholders* da organização, como foi constatado nos relatórios.

A hipótese está orientada para que as empresas que tem a gestão para os *stakeholders* terá desempenho superior na receita líquida, ROA, EBITDA e endividamento menor, independente do setor em que atua. Para iniciar as evidências quantitativas realizou-se o teste de Mann-Whitney para comparar os grupos com a receita líquida nos três períodos (ver Tabela 1).

Tabela 1. Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e receita líquida nos três períodos

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

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

A partir da Tabela 1 é possível afirmar que existem diferenças significante ao nível de 0,01 na amostra final para o grupo que realiza a matriz de materialidade quanto a comparação do desempenho na receita líquida, sendo superior para o grupo que realiza nos três períodos: t_antes ($U = 1481,0$; $p = 0,000$); $t0$ ($U = 1136,5$; $p = 0,000$); e $t_após$ ($U = 682,0$; $p = 0,000$). Nota-se que

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

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

Foi possível identificar que o setor tem interferência no comportamento do desempenho, pois enquanto na amostra final o desempenho de quem possuía a matriz cresce e quem não possui a matriz decresce, ao olhar o setor, o comportamento não foi uniforme e nem existe uma tendência definida, haja vista que no consumo cíclico se espelhou na amostra final, o consumo não cíclico houve crescimento do grupo que não tem a matriz no *t0* e bens industriais teve crescimento no *t_após* também. Mesmo assim, foi possível identificar melhor desempenho para receita líquida em todos os setores de quem tem a matriz, ou seja, de quem tem a gestão para os *stakeholders*. É possível inferir que ter uma gestão para os *stakeholders* ocasione reflexo positivo no desempenho da receita líquida no curto e no longo prazo.

O segundo indicador a ser testado foi o ROA nos períodos e com os grupos (ver Tabela 2).

Tabela 2. Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e ROA nos três períodos

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

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

A partir da Tabela 2, é possível afirmar que existem diferenças significante ao nível de 0,01 na amostra final para o grupo que realiza a matriz de materialidade quanto a comparação do ROA no *t_antes* (U = 1591,0; *p* = 0,002) e *t0* (U = 1554,0; *p* = 0,001). Nota-se, na amostra final, que os grupos apresentam diferenças, ao passo que embora no *t_após* o grupo com a matriz apresentar desempenho superior, mas não existe diferença significativa ao nível de 0,05.

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

Assim, é possível inferir que ter uma gestão para os *stakeholders* ocasiona um ROA mais justo no longo prazo, ou seja, após a efetivação da gestão, as ações da empresa são canalizadas em retornos para além dos acionistas, haja vista que o *rank* médio do teste para o ROA foi

reduzido em relação aos períodos anteriores para as empresas que tem a matriz de materialidade, mas mesmo assim continua superior em relação às empresas que não possuem a matriz formalizada.

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

Foi possível identificar que não existe um comportamento uniforme e nem existe uma tendência definida. Mesmo assim, identificou melhor desempenho para o ROA em todos os setores de quem tem a matriz de materialidade, ou seja, de quem tem a gestão para os *stakeholders*. Nota-se uma redução do *rank* médio do ROA no *t_após*, o que pode indicar uma relação de criação e distribuição de valor mais justa para outros *stakeholders*, sendo para além dos interesses exclusivos dos acionistas. É possível inferir que ter uma gestão para os *stakeholders* ocasione reflexo positivo superior no ROA no curto e mais justo no longo prazo.

O terceiro indicador a proceder ao teste foi o EBITDA nos períodos e com os grupos (ver Tabela 3).

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

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

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

A partir da Tabela 3 é possível afirmar que existem diferenças significante ao nível de 0,01 na amostra final para o grupo que realiza a matriz de materialidade quanto a comparação do EBITDA, sendo superior para o grupo que realiza nos três períodos: *t_antes* (U = 1206,0; p = 0,000); *t0* (U = 976,0; p = 0,000); e *t_após* (U = 819,0; p = 0,000). Nota-se na amostra final que os grupos apresentam diferenças importantes, ao passo que enquanto o grupo que possui a matriz tende a melhorar o desempenho do EBITDA, o grupo que não realiza a matriz tende a piorar. É possível inferir que ter uma gestão para os *stakeholders* ocasiona reflexo positivo no EBITDA. Em outras palavras, a gestão para os *stakeholders* tem influência na geração de recursos, bem como na melhora da capacidade de investimentos, de pagamentos aos credores e de distribuição de dividendos aos acionistas.

Ao segmentar a comparação dos grupos dentro do próprio setor, pode constatar que apenas o setor de consumo não cíclico no *t_antes* não apresentou diferença significativa ao nível de 0,05. O restante dos períodos e outros setores apresentaram diferenças significante ao nível de 0,05 e para maioria foram de 0,01. O setor consumo cíclico apresentou os valores: *t_antes* (U =

322,0; $p = 0,005$); $t0$ ($U = 329,0$; $p = 0,001$); e $t_{após}$ ($U = 154,0$; $p = 0,000$). O setor consumo não cíclico apresentou os valores: t_{antes} ($U = 21,0$; $p = 0,160$); $t0$ ($U = 9,0$; $p = 0,011$); e $t_{após}$ ($U = 16,0$; $p = 0,014$). O setor bens industriais apresentou os valores: t_{antes} ($U = 135,0$; $p = 0,001$); $t0$ ($U = 95,0$; $p = 0,000$); e $t_{após}$ ($U = 123,0$; $p = 0,001$).

Foi possível identificar que o setor tem interferência no comportamento do desempenho do EBITDA, pois enquanto na amostra final o desempenho de quem possuía a matriz cresce e quem não possui a matriz decresce, ao olhar o setor, o comportamento não foi uniforme e nem existe uma tendência definida, haja vista que no consumo cíclico se espelhou na amostra final, o consumo não cíclico bens industriais houve crescimento do grupo que não tem a matriz no $t0$, mas não tiveram comportamento idêntico no $t_{após}$. Mesmo assim, foi possível identificar melhor desempenho para o EBITDA em todos os setores de quem tem a gestão para os *stakeholders* (com a matriz de materialidade). É possível inferir que manter relacionamento com os *stakeholders* tem reflexo positivo e superior no EBITDA no $t0$ e no $t_{após}$, o que reforça o desempenho superior de empresas que gerem os *stakeholders*.

O último indicador a proceder ao teste foi endividamento líquido nos períodos e nos grupos (ver Tabela 4). Empresas com melhores desempenhos são aquelas com menores níveis de endividamento (Mendes & Santos, 2018).

Tabela 4. Teste de Mann-Whitney entre os grupos, setores e endividamento líquido nos três períodos

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

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

A partir da Tabela 4, é possível afirmar que existem diferenças significante ao nível de 0,05 na amostra final para o grupo que realiza a matriz de materialidade quanto a comparação do endividamento líquido, sendo superior para o grupo que realiza nos três períodos: t_{antes} ($U = 1830,0$; $p = 0,042$); $t0$ ($U = 1735,0$; $p = 0,009$); e $t_{após}$ ($U = 1338,0$; $p = 0,000$). Nota-se na amostra final que os grupos apresentam diferenças importantes, ao passo que enquanto o grupo que possui a matriz tende a melhorar o desempenho do endividamento líquido, o grupo que não realiza tende a piorar. É possível inferir a gestão para os *stakeholders* ocasiona reflexo positivo no endividamento. Em outras palavras, os resultados confirmaram que o endividamento restringe o comportamento dos gerentes para os *stakeholders* e, portanto, é factível que as empresas que possuem a matriz tendem a ter um desempenho favorável em relação ao endividamento.

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

Foi possível identificar que o setor tem interferência no comportamento do desempenho do endividamento, pois enquanto na amostra final o desempenho de quem possuía a matriz cresce e quem não possui a matriz decresce, ao olhar o setor, o comportamento não foi uniforme e nem existe uma tendência definida. Mesmo assim, identificou melhor desempenho para o endividamento em todos os setores de quem tem a gestão para os *stakeholders* (com a matriz). É possível inferir que manter relacionamento com os *stakeholders* tem reflexo positivo no endividamento líquido, mas que para alguns setores a diferença não é significativa. Tal achado pode estar associado com a ideia de que o endividamento é influenciado por variáveis exógenas e endógenas às empresas (Mendes & Santos, 2018).

Por fim, foi possível inferir que a gestão para os *stakeholders* tem impacto positivo na receita líquida, no EBITDA, no ROA e no endividamento líquido (aqui pensamento invertido em relação aos outros indicadores, pois quanto menor o endividamento, melhor é o resultado), sendo superior nas empresas que tem a matriz de materialidade, mesmo que em alguns casos não exista diferença significativa ao nível de 0,05. Na verdade, verifica-se se há evidências estatísticas para acreditar que valores do grupo com a matriz de materialidade (gestão para os *stakeholders*) são superiores aos valores do grupo sem a matriz. Esses resultados sugerem que a matriz de materialidade pode ser uma ferramenta útil e positiva para as empresas que pretendem estreitar o relacionamento com seus *stakeholders*. Também evidenciou que o setor pode influenciar nas diferenças entre os grupos, mas sempre com valores superiores para o grupo que possui a matriz de materialidade, ou seja, que tem orientação de gestão para os *stakeholders*.

5 Conclusões

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

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

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

Como limitação do presente estudo tem-se a composição dos setores envolvidos, que pode ser ampliado em pesquisas futuras, para todos os setores da BM&F Bovespa, incluindo assim as 362 empresas listadas. Assim uma amostra com diversos setores pode melhorar as inferências. Sugere-se realizar outros testes estatísticos, como por exemplo, a regressão, incluindo outras

características tais como, tamanho, tempo de entrada no GRI, tempo de execução da matriz de materialidade e outras características, as quais poderiam incluir também outras variáveis de controle (porte da empresa, tempo de GRI, tempo de execução da matriz de materialidade e outros). Caminho alternativo de pesquisa futura seria tentar relacionar a gestão para os *stakeholders* para além do GRI e da matriz de materialidade, com intuito de complementar os resultados deste estudo e evidenciar se o comportamento do campo se assemelha aos resultados deste estudo.

Referências

- Barnett, M., & Salomon, R. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320.
- Boaventura, J., Silva, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Corporate financial performance and corporate social performance: Methodological development and the theoretical contribution of empirical studies. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 232-245.
- Bosse, D., & Coughlan, R. (2016). Stakeholder relationship bonds. *Journal of Management Studies*, 53(7), 1197-1222.
- Bosse, D., Phillips, R., & Harrison, J. (2009). Stakeholders, reciprocity, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30(4), 447-456.
- Brandão, I., Diógenes, A., & Abreu, M. (2017). Alocação de valor ao stakeholder funcionário e o efeito na competitividade e na produtividade do setor bancário. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 19(64), 161-179.
- Bridoux, F., & Stoelhorst, J. (2014). Microfoundations for stakeholder theory: Managing stakeholders with heterogeneous motives. *Strategic Management Journal*, 35(1), 107-125.
- Brito, R.; Berardi, P. (2010). Vantagem competitiva na gestão sustentável da cadeia de suprimentos: Um metaestudo. *Revista de Administração de Empresas*, 50(2), 155-169.
- Camilleri, M. (2012). *Creating shared value through strategic corporate social responsibility in Tourism*. Thesis for Doctor of Philosophy Degree. University of Edinburgh.
- Cintra, R., Cassol, A., Costa, B. (2017). A criação de valor no contexto da teoria dos stakeholders: O que dizem os estudos e para onde vamos? In *VIII Encontro de Estudos em Estratégia (3Es)*, 1-8.
- Cintra, R., Costa, B., Amâncio-Vieira, S., & Ribeiro, H. (2015). Stakeholder theory e value creation: Revisão sistemática na publicação científica internacional, 1990-2014. In *XXXIX Encontro da Associação Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração (EnAnpad)*, 1-17.
- Cintra, R., Costa, B., Oliveira, A., & Cassol, A. (2017). A criação de valor no contexto da teoria dos stakeholders: Análise das citações e cocitações na produção científica internacional 2000-2016.
- Clarkson, M. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Coff, R. (1999). When competitive advantage does not lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science*, 10(2), 119-133.
- Crilly, D., & Sloan, P. (2012). Enterprise logic: Explaining corporate attention to stakeholder from the 'inside-out'. *Strategic Management Journal*, 33(10), 1174-1193.
- Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.

- Drigo, M., & Mendes Neto, E. (2017). Estudo do comportamento do endividamento da empresa celulose Irani S.A.: Estudo temporal 2005-2015. *Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(2), 141-155.
- Dumitru, M., Guse, R., Feleaga, L., Mangiuc, D., & Feldioreanu, A. (2015). Marketing communications of value creation in sustainable organizations: The practice of integrated reports. *Amfiteatru Economic*, 17(40), 955-976.
- Faleye, O., & Trahan, E. (2011). Labor-friendly corporate practices: Is what is good for employees good for shareholders? *Journal of Business Ethics*, 101(1), 1-27.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. London: Sage Publications.
- Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Massachusetts: Sage.
- Freeman, R., Harrison, J., & Wicks, A. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. New Haven: Yale University Press.
- Freeman, R., Harrison, J., Wicks, A., Pamar, B., & Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge/UK: Cambridge University Press.
- Garcia-Castro, R., & Aguilera, R. (2015). Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders. *Strategic Management Journal*, 36(1), 137-147.
- Garcia-Castro, R., Arino, M., & Canela, M. (2011). Over the long-run? Short-run impact and long-run consequences of stakeholder management. *Business & Society*, 50(3), 428-455.
- Garriga, E. (2014). Beyond stakeholder utility function: Stakeholder capability in the value creation process. *Journal Business Ethics*, 120(4), 489-507.
- Hall, M., Millo, Y., & Barman, E. (2015). Who and what really counts? Stakeholder prioritization and accounting for social value. *Journal of Management Studies*, 52(7), 907-934.
- Harrison, J., & Bosse, D. (2013). How much is too much? The limits to generous treatment of stakeholders. *Business Horizons*, 56(3), 313-322.
- Harrison, J., & Wicks, A. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97-124.
- Harrison, J., Bosse, D., & Phillips, R. (2009). Stakeholder theory and competitive advantage. *Academy of Management Proceedings*, Philadelphia, PA.
- Harrison, J., Bosse, D., & Phillips, R. (2010). Management for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 31(1), 58-74.
- Harrison, J., Freeman, R., & Abreu, M. (2015). Stakeholder theory as an ethical approach to effective management: Applying the theory to multiple contexts. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(55), 858-869.
- Jones, T. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management*, 20(2), 404-437.
- Macêdo, N., & Cândido, G. (2011). Identificação das percepções de responsabilidade social empresarial: Um estudo qualitativo a partir da aplicação do modelo conceitual tridimensional de performance social. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 5(1), 85-108.
- Maia, V., Carvalho, F., Klotzle, M., Pinto, A., & Motta, L. (2017). Fazer parte do índice de sustentabilidade empresarial implica em maior rentabilidade? *Revista de Finanças Aplicadas*, 8(1), 1-22.
- Maignan, I., & Ferrell, O. (2004). Corporate social responsibility and marketing: An integrative framework. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 32(1), 3-19.
- Marôco, J. (2011). *Análise estatística com a utilização do SPSS*. Lisboa: Pero Pinheiro.
- Matarazzo, D. (2007). *Análise financeira de balanços: Abordagem básica e gerencial*. 6. ed. São Paulo: Atlas.

- Mendes, G., & Santos, D. (2018). Estrutura de capital, dinâmica da indústria e desempenho financeiro: A construção de um modelo de análise das firmas no Brasil. *Organizações em Contexto*, 14(27), 271-303.
- Mitchell, R., Van Buren, H., Greenwood, M., & Freeman, R. (2015). Stakeholder inclusion and accounting for stakeholders. *Journal of Management Studies*, 52(7), 851-877.
- Peixoto, F., Pains, M., Araújo, A., & Guimarães, T. (2016). Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: Um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. *Race*, 15(1), 39-66.
- Ritta, C., Jacomossi, F., Fabris, T., & Klann, R. (2017). Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de empresas brasileiras (2008-2014). *Enfoque: Referência Contábil*, 36(2), 115-130.
- Rumelt, R., Schendel, D., & Teece, D. (1991). Strategic management and economics. *Strategic Management Journal*, 12, 5-29.
- Sarturi, G. (2016). *Distribuição de valor para o stakeholder funcionário e desempenho organizacional*. 118f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo/SP.
- Sarturi, G., & Mascena, K. (2017). Relação entre saliência de stakeholders e performance financeira. In *XLI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 1.
- Sarturi, G., Barakat, S., Mascena, K., & Fischmann, A. (2017). Fairness ou arms-length: Abordagens da gestão de stakeholders no setor bancário. *Organizações e Sustentabilidade*, 4(2), 3-29.
- Sarturi, G., Seravalli, C., & Boaventura, J. (2015). Afinal, o que é distribuir valor para os stakeholders? Uma análise bibliográfica sobre o tema. *Revista de Administração UFSM*, 8(edição especial), 92-113.
- Schianoni, P., Moraes, M., de Castro, A., & Santos, J. (2013). Stakeholders: Principais abordagens. *Revista de Ciências da Administração*, 15(37), 187-197.
- Sousa, F., & Zucco, A. (2016). Índice de sustentabilidade empresarial e geral de valor para os investidores. *Revista Capital Científico*, 14(1), 1-18.
- Sousa, F., Albuquerque, L., Rêgo, T., & Rodrigues, M. (2011). Responsabilidade social empresarial: Uma análise sobre a correlação entre a variação do índice de sustentabilidade empresarial e o lucro das empresas socialmente responsáveis que compõem esse índice. *Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 1(1), 52-68.
- Souza, T., Brighenti, J., Hein, N. (2016). Investimentos ambientais e desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas no índice de sustentabilidade empresarial. *Reuna*, 21(2), 97-114.
- Tantalo, C., & Priem, R. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2), 314-329.
- Teixeira, E., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista de Contabilidade Financeira*, 22(55), 29-44.
- Vasconcelos, Y., Yoshitake, M., & Nascimento, J. (2005). Fatores de prognóstico: Proposta de um modelo econométrico de avaliação de desempenho baseado em regressão logística. *Revista de Administração da UNIMEP*, 3(2), 1-23.

APÊNDICE A – BASE DA PESQUISA QUANTITATIVA

Nome	Classe	Tipo Ativo	Código	Pais Sede	Setor Econômico	Ativo Total 2016 (mil)	Matriz de Materialidade	Relatórios Período	Tempo de Relatório	
1	Aco Altona	ON	Ação	EALT3	BR	Bens Industriais	244.566	1	2014-2016	3
2	Aliperti	ON	Ação	APTI3	BR	Consumo não Cíclico	425.034	0		
3	All Norte	ON	Ação	FRRN3B	BR	Bens Industriais	9.757.028	0		
4	Alpargatas	ON	Ação	ALPA3	BR	Consumo Cíclico	3.782.052	0		
5	Ambev	ON	Ação	ABEV3	BR	Consumo não Cíclico	83.841.418	1	2006-2016	11
6	Anima	ON	Ação	ANIM3	BR	Consumo Cíclico	1.387.852	0		
7	Arezzo Co	ON	Ação	ARZZ3	BR	Consumo Cíclico	907.148	1	2011-2012	2
8	Azevedo	ON	Ação	AZEV3	BR	Bens Industriais	159.365	0		
9	B2W Digital	ON	Ação	BTOW3	BR	Consumo Cíclico	10.241.349	1	2011-2016	6
10	Bahema	ON	Ação	BAHI3	BR	Consumo Cíclico	96.454	0		
11	Bardella	ON	Ação	BDLL3	BR	Bens Industriais	902.838	0		
12	Bic Monark	ON	Ação	BMKS3	BR	Consumo Cíclico	216.515	0		
13	Biosev	ON	Ação	BSEV3	BR	Consumo não Cíclico	10.288.597	1	2011-2016	6
14	Bk Brasil	ON	Ação	BKBR3	BR	Consumo Cíclico	1.428.462	0		
15	Bombril	ON	Ação	BOBR3	BR	Consumo não Cíclico	711.114	1	2014-2015	2
16	BR Home	ON	Ação	HCBR3	BR	Consumo Cíclico	309.894	0		
17	Brasílagro	ON	Ação	AGRO3	BR	Consumo não Cíclico	883.293	0		
18	BRF	ON	Ação	BRFS3	BR	Consumo não Cíclico	42.944.936	1	2008-2016	9
19	Cambuci	ON	Ação	CAMB3	BR	Consumo Cíclico	224.018	0		
20	CCR	ON	Ação	CCRO3	BR	Bens Industriais	24.555.847	1	2006-2016	11
21	Cedro	ON	Ação	CEDO3	BR	Consumo Cíclico	527.224	1	2010-2010	1
22	Cia Hering	ON	Ação	HGTX3	BR	Consumo Cíclico	1.528.691	1	2013-2016	4
23	Cinesystem	ON	Ação	CNSY3	BR	Consumo Cíclico	105.466	0		
24	Conc Rio Ter	ON	Ação	CRTE3B	BR	Bens Industriais	256.635	0		
25	Const A Lind	ON	Ação	CALI3	BR	Consumo Cíclico	46.246	0		
26	Contax	ON	Ação	CTAX3	BR	Bens Industriais	2.142.656	0		
27	Cosan Log	ON	Ação	RLOG3	BR	Bens Industriais	23.038.008	0		
28	Coteminas	ON	Ação	CTNM3	BR	Consumo Cíclico	3.338.866	0		
29	Cr2	ON	Ação	CRDE3	BR	Consumo Cíclico	230.247	0		
30	Csu Cardsyst	ON	Ação	CARD3	BR	Bens Industriais	354.459	0		
31	Ctc	ON	Ação	CTCA3	BR	Consumo Cíclico	812.958	0		
32	Cvc Brasil	ON	Ação	CVCB3	BR	Consumo Cíclico	3.328.429	0		
33	Cyrela Realt	ON	Ação	CYRE3	BR	Consumo Cíclico	11.879.699	0		
34	Direcional	ON	Ação	DIRR3	BR	Consumo Cíclico	4.089.767	0		
35	Dohler	ON	Ação	DOHL3	BR	Consumo Cíclico	641.824	0		
36	Dtcom-Direct	ON	Ação	DTCY3	BR	Bens Industriais	24.604	0		
37	Dufry AG	ON	Ação	DAGB33	BR	Consumo Cíclico	31.758.230	0		
38	Ecorodovias	ON	Ação	ECOR3	BR	Bens Industriais	6.603.407	1	2007-2016	10
39	Embraer	ON	Ação	EMBR3	BR	Bens Industriais	38.016.671	1	2009-2016	8
40	Encorpar	ON	Ação	ECPR3	BR	Consumo Cíclico	278.329	0		
41	Estacio Part	ON	Ação	ESTC3	BR	Consumo Cíclico	4.141.152	0		
42	Estrela	ON	Ação	ESTR3	BR	Consumo Cíclico	227.687	0		
43	Eternit	ON	Ação	ETER3	BR	Bens Industriais	842.448	1	2008-2016	9
44	Even	ON	Ação	EVEN3	BR	Consumo Cíclico	5.018.723	1	2008-2016	9
45	Excelsior	ON	Ação	BAUH3	BR	Consumo não Cíclico	69.969	0		
46	Eztec	ON	Ação	EZTC3	BR	Consumo Cíclico	3.516.165	0		
47	Forja Taurus	ON	Ação	FJTA3	BR	Bens Industriais	893.057	1	2013-2014	2
48	Fras-Le	ON	Ação	FRAS3	BR	Bens Industriais	1.202.304	0		
49	Gafisa	ON	Ação	GFSA3	BR	Consumo Cíclico	5.210.089	1	2011-2011	1
50	Grazziotin	ON	Ação	CGRA3	BR	Consumo Cíclico	643.833.163	0		
51	Grendene	ON	Ação	GRND3	BR	Consumo Cíclico	3.253.820	0		
52	Guararapes	ON	Ação	GUAR3	BR	Consumo Cíclico	7.678.922	0		

53	Haga	ON	Ação	HAGA3	BR	Bens Industriais	57.554.674	0		
54	Helbor	ON	Ação	HBOR3	BR	Consumo Cíclico	5.359.180	0		
55	Hercules	ON	Ação	HETA3	BR	Consumo Cíclico	8.424	0		
56	Hoteis Othon	ON	Ação	HOOT3	BR	Consumo Cíclico	576.959	0		
57	Imc	ON	Ação	MEAL3	BR	Consumo Cíclico	1.503.408	0		
58	Ind Cataguas	ON	Ação	CATA3	BR	Consumo Cíclico	263.353	1	2011-2011	1
59	Inds Romi	ON	Ação	ROMI3	BR	Bens Industriais	1.084.120	1	2009-2013	5
60	Inepar	ON	Ação	INEP3	BR	Bens Industriais	2.285.555	0		
61	Invepar	ON	Ação	IVPR3B	BR	Bens Industriais	25.581.884	1	2009-2016	8
62	Iochp-Maxion	ON	Ação	MYPK3	BR	Consumo Cíclico	7.057.115	0		
63	JBS	ON	Ação	JBSS3	BR	Consumo não Cíclico	102.815.763	1	2012-2016	5
64	JHSF Part	ON	Ação	JHSF3	BR	Consumo Cíclico	4.750.550	0		
65	Joao Fortes	ON	Ação	JFEN3	BR	Consumo Cíclico	2.641.547	0		
66	Josapar	ON	Ação	JOPA3	BR	Consumo não Cíclico	1.667.337	0		
67	JSL	ON	Ação	JSLG3	BR	Bens Industriais	8.868.383	1	2010-2016	7
68	Karsten	ON	Ação	CTKA3	BR	Consumo Cíclico	314.602	1	2006-2015	10
69	Kepler Weber	ON	Ação	KEPL3	BR	Bens Industriais	763.805	1	2012-2015	4
70	Kroton	ON	Ação	KROT3	BR	Consumo Cíclico	17.601.065	1	2014-2016	3
71	Le Lis Blanc	ON	Ação	LLIS3	BR	Consumo Cíclico	3.179.649	0		
72	Localiza	ON	Ação	RENT3	BR	Consumo Cíclico	7.417.255	1	2016-2016	1
73	Locamerica	ON	Ação	LCAM3	BR	Consumo Cíclico	2.182.333	0		
74	Log-In	ON	Ação	LOGN3	BR	Bens Industriais	1.857.719	0		
75	Lojas Americ	ON	Ação	LAME3	BR	Consumo Cíclico	20.775.991	1	2013-2016	4
76	Lojas Marisa	ON	Ação	AMAR3	BR	Consumo Cíclico	2.644.049	0		
77	Lojas Renner	ON	Ação	LREN3	BR	Consumo Cíclico	6.475.212	1	2010-2016	7
78	M.Diasbranco	ON	Ação	MDIA3	BR	Consumo não Cíclico	5.681.045	0		
79	Maestroloc	ON	Ação	MSRO3	BR	Consumo Cíclico	121.582	0		
80	Magaz Luiza	ON	Ação	MGLU3	BR	Consumo Cíclico	6.100.606	1	2012-2016	5
81	Marcopolo	ON	Ação	POMO3	BR	Bens Industriais	4.968.269	1	2012-2015	4
82	Marfrig	ON	Ação	MRFG3	BR	Consumo não Cíclico	20.258.803	1	2010-2016	7
83	Melhor SP	ON	Ação	MSPA3	BR	Consumo Cíclico	1.632.577	0		
84	Mendes Jr	ON	Ação	MEND3	BR	Bens Industriais	959.574	1	2009-2013	5
85	Metal Leve	ON	Ação	LEVE3	BR	Consumo Cíclico	2.354.914	0		
86	Metalfrío	ON	Ação	FRIO3	BR	Bens Industriais	1.098.571	0		
87	Metisa	ON	Ação	MTSA3	BR	Bens Industriais	316.950.097	0		
88	Mills	ON	Ação	MILS3	BR	Bens Industriais	1.510.747	0		
89	Minasmaquinas	ON	Ação	MMAQ3	BR	Bens Industriais	154.500	0		
90	Minerva	ON	Ação	BEEF3	BR	Consumo não Cíclico	8.959.148	1	2011-2016	6
91	Minupar	ON	Ação	MNPR3	BR	Consumo não Cíclico	208.152	0		
92	Movida	ON	Ação	MOVI3	BR	Consumo Cíclico	2.789.713	0		
93	Mrs Logist	ON	Ação	MRSA3B	BR	Bens Industriais	7.572.805	1	2013-2013	1
94	MRV	ON	Ação	MRVE3	BR	Consumo Cíclico	12.419.105	1	2011-2016	6
95	Multiplus	ON	Ação	MPLU3	BR	Consumo Cíclico	1.751.446	1	2014-2016	3
96	Mundial	ON	Ação	MNDL3	BR	Consumo Cíclico	952.144	1	2013-2016	4
97	Nadir Figuei	ON	Ação	NAFG3	BR	Consumo Cíclico	612.488	0		
98	Natura	ON	Ação	NATU3	BR	Consumo não Cíclico	8.421.579	1	1999-2015	17
99	Nordon Met	ON	Ação	NORD3	BR	Bens Industriais	15.589	0		
100	Oderich	ON	Ação	ODER3	BR	Consumo não Cíclico	395.425	0		
101	P.Acucar-Cbd	ON	Ação	PCAR3	BR	Consumo não Cíclico	45.217.000	0		
102	PDG Realt	ON	Ação	PDGR3	BR	Consumo Cíclico	4.651.014	0		
103	Pettenati	ON	Ação	PTNT3	BR	Consumo Cíclico	422.858.379	0		
104	Plascar Part	ON	Ação	PLAS3	BR	Consumo Cíclico	581.418	0		
105	Pomifrutas	ON	Ação	FRTA3	BR	Consumo não Cíclico	92.735	0		
106	Portobello	ON	Ação	PTBL3	BR	Bens Industriais	1.237.360	0		
107	Priner	ON	Ação	PRNR3	BR	Bens Industriais	121.565	0		

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