

ARTIGOS

Submetido 19-03-2023. Aprovado 26-02-2024

Avaliado pelo sistema de revisão duplo-anônimo. Editor Associado: Bedanand Upadhaya

Avaliadores/as: Ricardo Rocha de Azevedo , Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, SP, Brasil. Mohit Srivastava , EM Normandie Business School, Metis Lab, Le Havre, França.

O relatório de revisão por pares está disponível neste [link](#)

Versão traduzida | DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020240405x>

DISTRIBUIÇÃO DE VALOR PARA OS STAKEHOLDERS: UM ESTUDO SOBRE PODER E IMPORTÂNCIA ESTRATÉGICA NA BOLSA DE VALORES DE TORONTO

Value distribution to stakeholders: A study on power and strategic importance on the Toronto Stock Exchange

Distribución de valor a los stakeholders: Un estudio sobre el poder y la importancia estratégica en la Bolsa de Valores de Toronto

Maurício Mendonça de Araujo¹ | mauricioma@usp.br | ORCID: 0000-0001-8759-1517

Ronaldo de Oliveira Santos Jhonor^{1,2} | ronaldojhr@usp.br | ORCID: 0000-0003-0867-7916

Mariana Torres Uchoa¹ | marianauchoa@usp.br | ORCID: 0000-0001-5134-6659

João Maurício Gama Boaventura^{1,3} | jboaventura@usp.br | ORCID: 0000-0003-3070-2153

.....
*Autor correspondente

¹Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, São Paulo, SP, Brasil

²Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil

³FIA Business School, São Paulo, SP, Brasil

RESUMO

Os diferentes grupos de stakeholders e seus aspectos de influência na alocação de valor vêm ganhando crescente demanda por parte das organizações e da academia. Na literatura recente de stakeholders, há um desenvolvimento teórico sobre distribuição de valor considerando atributos de importância estratégica e poder; no entanto, a literatura ainda carece de estudos empíricos para analisar e compreender a relação. Este trabalho tem como objetivo verificar a associação entre poder e importância estratégica dos stakeholders e a distribuição de valor a eles por empresas de capital aberto na Bolsa de Valores de Toronto (TSX). Para obter as informações relevantes sobre o tratamento dado pelas empresas aos seus stakeholders, analisamos o conteúdo de 104 prospectos para o processo de IPO da TSX de 2008 a 2019. Os resultados revelaram que o poder e a importância estratégica são relevantes para a distribuição de valor aos *stakeholders* e que a importância estratégica dos *stakeholders* tem uma influência mais significativa quando comparada ao seu poder. Quanto às contribuições, o nosso estudo avança debates anteriores na literatura de *stakeholders* em termos teóricos e práticos.

Palavras-chave: *stakeholders*, distribuição de valor, poder, importância estratégica, IPO.

ABSTRACT

The different stakeholder groups and their influence on value distribution have received increasing attention from organizations and academia. In the recent stakeholder literature, there has been a theoretical development on value distribution, considering the attributes of strategic importance and power; however, the literature still lacks empirical studies to analyze and understand the relationship. This paper examines the association between stakeholders' power and strategic importance and the value distribution to them by publicly traded companies on the Toronto Stock Exchange (TSX). To obtain relevant information on companies' treatment of their stakeholders, we analyzed the content of 104 prospectuses for the TSX IPO process from 2008 to 2019. The results reveal that power and strategic importance are relevant to the distribution of value to stakeholders and that the strategic importance of stakeholders has a more significant influence than their power. Regarding contributions, our study advances previous debates in stakeholder literature in theoretical and practical terms.

Keywords: *stakeholders*, value distribution, power, strategic importance, IPO.

RESUMEN

Los diferentes grupos de interés y sus aspectos de influencia con respecto a la asignación de valor han ganado una creciente demanda por parte de las organizaciones y la academia. En la literatura reciente sobre stakeholders, existe un desarrollo teórico sobre la distribución de valor considerando atributos de importancia estratégica y poder; sin embargo, la literatura aún carece de estudios empíricos para analizar y comprender la relación. Este artículo tiene como objetivo verificar la asociación entre el poder y la importancia estratégica de los stakeholders y la distribución de valor a ellos por parte de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX). Para obtener la información relevante sobre el trato que las empresas dan a sus grupos de interés, analizamos el contenido de 104 prospectos del proceso de OPI de la TSX de 2008 a 2019. Los resultados revelaron que el poder y la importancia estratégica son relevantes para la distribución de valor a los grupos de interés y que la importancia estratégica de los stakeholders tiene una influencia más significativa en comparación con su poder. En cuanto a las contribuciones, nuestro estudio enriquece los debates previos en la literatura sobre stakeholders en términos teóricos y prácticos.

Palabras clave: *stakeholders*, distribución de valor, poder, importancia estratégica, OPI.

INTRODUÇÃO

Desde a sua criação em meados da década de 1980, a teoria dos *stakeholders* evoluiu como um campo com crescente potencial para aplicação empírica. Nessa evolução teórica e prática é possível mencionar temas de pesquisa bastante relevantes, como aqueles que consideram questões relacionadas à criação e distribuição de valor aos *stakeholders* (Boaventura et al., 2020; Harrison et al., 2022).

Nesse contexto, as reflexões teóricas sobre o poder e a importância estratégica dos *stakeholders* levantam considerações quanto à análise da criação e distribuição de valor (Harrison & Bosse, 2013). No entanto, estudos empíricos contradizem a proposta teórica de que o poder tem mais influência do que a importância estratégica na distribuição de valor (Boaventura et al., 2020), reflexão estabelecida como *mainstream* na literatura, como podemos ver em Parent e Deephouse (2007) e Neville et al. (2011). Como o estudo de Boaventura et al. (2020) focou em um mercado emergente com características únicas, faz-se necessário observar outros mercados para ampliar a compreensão e estabelecer um novo vínculo entre teoria e prática. Portanto, dados esses desafios ao alinhamento entre teoria e prática, esse estudo visa ampliar as reflexões anteriores e investigar o fenômeno da distribuição de valor em um ambiente institucional diferente, considerando um contexto mais estável e economicamente desenvolvido. Assim, considerando que os resultados empíricos anteriores foram obtidos a partir da análise de uma economia emergente, o Brasil, o presente trabalho avança ao examinar dados do Canadá, um país de economia mais desenvolvida e com um cenário institucional diverso.

Sendo países de dimensão continental, o Canadá e o Brasil são membros do G20, grupo que representa as 20 maiores economias do mundo (World Bank, 2022). Apesar de PIBs semelhantes, o Canadá e o Brasil apresentam diferenças interessantes nas características econômicas. Por exemplo, o Canadá ocupa o 23º lugar no índice de facilidade de fazer negócios, enquanto o Brasil ocupa o 124º lugar (World Bank, 2020). Além disso, o Canadá é reconhecido como um país economicamente desenvolvido, com um PIB *per capita* de 54,96 mil dólares, enquanto o Brasil é considerado uma economia emergente, com um PIB *per capita* de 8,9 mil dólares (World Bank, 2022).

O Canadá e o Brasil partilham ainda semelhanças na indústria extrativa, a exemplo da exploração de recursos minerais que contribui significativamente para seu crescimento econômico (Milioli, 2001). Apesar das diferenças macroeconômicas, a ênfase nas indústrias extrativas em ambos os países destaca semelhanças interessantes entre as duas nações. Assim, para possíveis comparações dentro da lógica do alinhamento teórico e prático acima mencionado, o presente estudo foi realizado considerando o contexto da Bolsa de Valores de Toronto (TSX), ou seja, as empresas que abriram capital por meio de uma Oferta Pública Inicial (IPO) naquela que é uma das maiores bolsas de valores do mundo em termos de capitalização de mercado.

Com base nos argumentos anteriores e na lacuna percebida na literatura em termos de melhor compreensão do tema em diferentes contextos, a questão norteadora desse trabalho diz respeito a relação entre poder e importância estratégica na distribuição de valor das empresas aos *stakeholders*. Assim, nosso objetivo é oferecer esclarecimentos teóricos baseados em evidências

empíricas sobre a distribuição de valor aos *stakeholders* mediante seu poder e importância estratégica nas empresas que abriram capital na TSX entre os anos de 2008 e 2019. O período de tempo foi escolhido considerando as mudanças na legislação canadense de prospectos, ocorrida no primeiro ano da amostra (2008) e o impacto da pandemia de Covid-19 nas IPOs.

Nossa contribuição baseia-se na ampliação de discussões anteriores na literatura (Boaventura et al., 2020; Harrison et al., 2010), ao mesmo tempo em que consideramos um ambiente institucional (Fainshmidt et al., 2018; Kern & Gospel, 2023) que ainda não foi explorado sobre esse tema. À medida que a teoria dos *stakeholders* se estabelece com base em pesquisas teórico-empíricas, ela muda a forma como as organizações são gerenciadas, focando em melhor atender às necessidades dos *stakeholders* (Galego-Alvarez et al., 2014). Nesse sentido, quanto mais esclarecermos tal teoria em diferentes contextos, melhor será para as práticas empresariais em todo o mundo.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Teoria dos *stakeholders*

A abordagem dos *stakeholders* se apresenta como uma alternativa à teorização estratégica e econômica (Bridoux & Stoelhorst, 2022), que considera o acionista como o *stakeholder* mais importante e que recebe todo o valor criado, especialmente o valor econômico (Freeman & Liedtka, 1997). Nesse contexto, a atual perspectiva dos *stakeholders* surgiu na década de 1980 para responder à necessidade de as organizações preocupadas com questões sociais gerirem as relações com seus *stakeholders*. Desde as suas discussões seminais, a abordagem dos *stakeholders* tem argumentado que o sucesso de uma organização depende da sua capacidade de gerir seu relacionamento com os seus *stakeholders*.

A teoria dos *stakeholders* tem seu ponto de partida no livro de Freeman, publicado em 1984, que apresentou o mais famoso modelo de estratégia de *stakeholders* e a mais utilizada definição para o termo, apesar das muitas existentes na literatura (Frooman, 2010; Rabechini et al., 2022). Para Freeman (1984), *stakeholder* é qualquer indivíduo ou grupo que pode afetar o alcance das metas organizacionais, ou que é afetado pelo processo de busca dessas metas.

Freeman et al. (2007) dividem os *stakeholders* em primários e secundários. Segundo os autores, os primários merecem maior atenção da gestão aos seus interesses, sendo representados pelos compradores, fornecedores, acionistas, funcionários e comunidade. Os *stakeholders* secundários são aqueles que podem influenciar o relacionamento da empresa com os primários. São eles: o governo, a mídia, os concorrentes, as agências de proteção do consumidor e outros grupos de interesse.

Freeman (1984) afirma que na formulação da direção estratégica das empresas é essencial alinhar as questões sociais e éticas com a visão tradicional, e as mudanças na direção estratégica devem considerar o impacto nos *stakeholders*, especialmente nos primários. Posteriormente, Evan e Freeman (1988) propõem, como função objetiva das empresas, que o seu real propósito é servir como veículo para coordenar os interesses dos *stakeholders*. Essa função contribui para a integração da teoria dos *stakeholders* na estratégia empresarial.

Segundo Freeman (1994), a abordagem dos *stakeholders* articula-se em torno de duas questões principais: A primeira é o propósito, que ajuda os gestores a definir o valor que criam junto aos seus principais *stakeholders*. Ao fazer isso, os gestores impulsionam a empresa e a levam a alcançar um desempenho excepcional em seu propósito e em termos financeiros. A segunda é a responsabilidade que os gestores têm para com os seus *stakeholders*. Isto reflete a forma como pretendem fazer negócios, especificamente os tipos de relacionamentos que desejam e precisam criar com os seus *stakeholders* para cumprir o seu propósito (Freeman et al., 2004).

Nesse sentido, os gestores são responsáveis não apenas pela maximização do valor para o acionista, conforme proposto pela teoria da firma, mas também pelo bem-estar das demais partes afetadas pelas decisões corporativas, o que pode ajudar ou dificultar o alcance dos objetivos da empresa (Phillips et al., 2003; Sanchez-Lopez & Bejarano, 2022). Ou seja, os gestores que atendem aos interesses dos *stakeholders* ajudam a empresa a obter seu apoio e cooperação, o que pode influenciar no desempenho global da organização (Marhfor et al., 2021).

Friedman e Miles (2006) propõem uma definição geral de gestão de *stakeholders* como essencialmente a gestão dos relacionamentos com esses atores. Para Freeman (1984), essa gestão pode ser resumida como a capacidade da organização de (1) identificar quem são os *stakeholders*, seus interesses, objetivos e capacidade de influenciar a organização; (2) compreender os processos que a organização pode utilizar para se relacionar com esse público; e (3) tomar as decisões que melhor alinhem os interesses dos *stakeholders* com os processos da organização.

Valor para os *stakeholders*

A criação de valor para múltiplos *stakeholders* aumenta seu interesse em participar, no ecossistema de negócios da empresa, incrementando o bom desempenho e seu valor global (Tantalo & Priem, 2016). A literatura existente apoia esse argumento, uma vez que tem mostrado geralmente uma relação positiva entre a gestão orientada para os *stakeholders* e o desempenho da empresa (Freeman et al., 2010; Orlitzky et al., 2003). Valor é definido como qualquer coisa que um stakeholder considera importante (Harrison & Wicks, 2013). Para compreender o conceito de valor, utilizamos a ideia de função de utilidade proposta por Harrison et al. (2010), que é definida como as preferências valorizadas por cada stakeholder, que podem ser tangíveis, intangíveis, emocionais ou subjetivas.

Para descobrir os interesses dos *stakeholders* é necessário considerar os elementos que orientam o que esses atores percebem como valor, ou *drivers* (Harrison et al., 2010; Priem, 2007; Tantalo & Priem, 2016). Nesse sentido, Tantalo e Priem (2016) listam potenciais *drivers* de valor dos *stakeholders*, conforme descrito na Tabela 1.

Tabela 1. Drivers de valor dos grupos de *stakeholders*

<i>Stakeholders</i>	<i>Drivers de valor tangíveis</i>	<i>Drivers de valor intangíveis</i>
Acionistas	Retorno esperado. Horizonte de tempo de investimento. Responsabilidade social corporativa.	Risco no negócio
Clientes	Preço do produto. Acessibilidade – tempo necessário para adquirir o produto. Responsabilidade ambiental corporativa e produtos “ecologicamente corretos”.	Valor percebido. Tempo necessário para dominar o uso do novo produto. Qualidade percebida.
Funcionários	Salário e benefícios. Responsabilidade social corporativa. Políticas de equilíbrio entre vida profissional e pessoal.	Justiça percebida no ambiente de trabalho. Características do trabalho e variedade de habilidades.
Fornecedores	Procedimento de pedido e quantidade. Relacionamentos de longo prazo. Preço recebido. Hábitos e condições de pagamento do cliente.	Imagem e reputação do cliente. Potencial para vendas cruzadas e negócios de acompanhamento.
Comunidade	Número e tipos de empregos criados. Impostos a pagar. Infraestrutura de suporte necessária. Aglomerados locais.	Externalidades associadas ao negócio (por exemplo, poluição sonora ou atmosférica).

Fonte: Tantalo e Priem (2016).

Segundo [Harrison e Bosse \(2013\)](#), a distribuição de valor pode ser influenciada por duas dimensões: importância estratégica e poder. Ela diz respeito à forma como o valor é alocado em termos tangíveis ou intangíveis, conforme explica [McGahan \(2023\)](#). Na próxima subseção, nos concentraremos nessas duas questões.

Importância estratégica e poder

Conforme argumentado anteriormente, a estratégia empresarial preocupa-se particularmente com o desempenho, analisando os diferentes fatores que podem estar associados a seu aprimoramento. Assim, pesquisas indicam que boas práticas de governança estão positivamente associadas a um melhor desempenho corporativo. Em outras palavras, entendemos que a importância estratégica é o potencial contributivo dos *stakeholders* no aprimoramento da competitividade da empresa ([Boaventura et al., 2020](#)).

Uma contribuição importante para a identificação e classificação dos *stakeholders* tem sido o modelo de saliência ([Mitchell et al., 1997](#)). A saliência pode ser definida como o grau em que os gestores priorizam as demandas concorrentes dos *stakeholders* ([Mitchell et al., 1997](#)). Nesse estudo, o foco do modelo é a atributo de poder. A definição de poder utilizada pelos autores refere-se à relação entre atores sociais, onde um ator social “A” influencia outro ator social “B” a fazer algo que não faria sem a influência de “A” ([Pfeffer, 1981](#)). O poder também pode ser categorizado pelo tipo de recurso utilizado para exercê-lo: poder coercitivo, baseado na força ou em ameaças; poder utilitário, baseado em incentivos materiais; e poder normativo, baseado em influências simbólicas ([Etzioni et al., 1964](#)). Em outras palavras, entendemos que o poder é a capacidade e a propensão dos *stakeholders* de impactar negativamente os objetivos de criação de valor de uma empresa ([Harrison & Bosse, 2013](#)).

Os *stakeholders* que detêm poder têm uma forte influência na organização, que pode ser positiva ou negativa, dependendo da necessidade de apoio econômico, recursos (Magee & Galinsky, 2008, Harrison et al., 2010; Harrison & Bosse, 2013), capacidades e informações (Saffer et al., 2018). Dessa forma, todos os *stakeholders* têm o poder de influenciar a empresa (Harrison & Wicks, 2013; Phillips et al., 2010), observadas as devidas proporções.

Desenvolvimento de hipóteses

Os *stakeholders* desempenham um papel na criação de valor para a organização (Freeman, 1984). Assim, os gestores passam a considerar os interesses dos *stakeholders* que podem fazer contribuições valiosas para a empresa (Góes et al., 2023; Harrison et al., 2010). Dependendo do seu poder e importância estratégica, os *stakeholders* podem criar valor para a empresa à qual estão associados (Freeman et al., 2010). Quanto maior for a sua importância estratégica, maior será a sua capacidade de criar valor para a organização e, conseqüentemente, maior será o seu desempenho e vantagem competitiva (Freeman et al., 2010). O poder influencia a criação de valor e determina quais *stakeholders* devem ser priorizados (Harrison & Bosse, 2013; Harrison et al., 2010) por meio da distribuição de valor entre eles (Harrison et al., 2010).

Quando um *stakeholder* tem elevado poder, ou seja, uma maior capacidade de prejudicar a empresa, e elevada importância estratégica, lhe é distribuído elevado valor, pois, o valor a ser criado por esse tipo de *stakeholders* pode mitigar um maior custo de alocação de valor (Boaventura et al., 2020; Harrison & Bosse, 2013). Contudo, a literatura afirma que o custo de alocação de valor aos *stakeholders* não pode ser tão elevado a ponto de não ser compensado pelos benefícios gerados (Harrison & Bosse, 2013). Portanto, para compreender o ponto ótimo de distribuição de valor para um *stakeholder*, Harrison e Bosse (2013) determinaram dois fatores: poder e importância estratégica.

Com base no problema de pesquisa apresentado, as seguintes hipóteses servem como norteadoras para o percurso empírico deste estudo:

H1: O poder e a importância estratégica são fatores relevantes na decisão de distribuir valor aos *stakeholders*.

A distribuição de valor entre vários *stakeholders* pode enfrentar restrições devido à disponibilidade limitada (Harrison et al., 2010; Harrison & Bosse, 2013). Portanto, é crucial identificar o principal fator que influencia essa distribuição.

A distribuição baseada no poder pode ser positiva ou negativa, como recompensas ou punições, com influência social positiva ou negativa (Mitchell et al., 1997), o que pode resultar em perdas para outros *stakeholders* (Boaventura et al., 2020). Além disso, o poder não é fixo e pode mudar ao longo do tempo; pode ser adquirido ou perdido (Mitchell et al., 1997) como resultado do status dos *stakeholders* e dos recursos disponíveis (Kern & Gospel, 2023; Saffer et al., 2018).

Por outro lado, segundo Harrison e Bosse (2013), os *stakeholders* com maior importância estratégica caracterizam-se como contribuintes diretos para a competitividade da empresa. À medida que sua contribuição e importância para a organização se tornam mais evidentes, eles tendem a se envolver mais no processo de criação de valor da empresa (Tantalo & Priem, 2016). Portanto, de acordo com a literatura anterior, deveriam ter acesso a uma parcela mais significativa da distribuição de valor em comparação com *stakeholders* com maior poder (Boaventura et al., 2020).

Com base nessa relação, construímos nossa segunda hipótese:

H2: A importância estratégica tem maior influência do que o poder na decisão da empresa em distribuir valor aos seus principais *stakeholders*.

MÉTODO

O estudo examina a distribuição de valor para diferentes *stakeholders* em empresas de capital aberto do Canadá. Com uma variedade de empresas levantando capital através da bolsa de valores ou dos mercados de *private equity*, o país é um ambiente institucional atraente para a análise realizada aqui. O Canadá proporciona um ambiente interessante, uma vez que é uma das dez maiores economias do mundo (World Bank, 2022) e ocupa a 23ª posição no ranking dos melhores países para fazer negócios, com destaque para a facilidade de execução de contratos (World Bank, 2020).

Amostra

Um dos eventos mais importantes para uma empresa é a decisão de abrir o capital, ou seja, ir ao mercado de capitais com o objetivo de captar recursos (Ritter, 1998). Uma das maneiras pelas quais uma empresa pode abrir o capital é através de uma IPO, que é a primeira vez que uma ação de uma empresa é vendida ao público com a expectativa de criar um mercado secundário líquido após sua emissão (Ritter, 1998).

Para abrir o capital no Canadá, uma empresa deve atender a determinados critérios definidos pelo órgão regulador da TSX, a Ontario Securities Commission (OSC). Um desses critérios é a publicação do prospecto da oferta pública inicial. O prospecto é um documento obrigatório no qual a empresa divulga informações essenciais para a tomada de decisão dos investidores.

A OSC usa o Instrumento Nacional 41-101 Requisitos Gerais do Prospecto e Emendas Relacionadas (NI 41-101) versão 2008 para instruir as empresas sobre o conteúdo do prospecto. Ele deve conter detalhes sobre a distribuição de ações, informações financeiras da empresa e quaisquer questões jurídicas relacionadas à oferta. Também traça a estratégia futura da empresa, ou seja, como serão utilizados os recursos captados por meio da IPO.

A Ontario Securities Act (OSA), que é a legislação regulamentadora, estabelece requisitos específicos para a forma e o conteúdo dos prospectos sob a sua jurisdição e exige que um prospecto contenha informações completas, precisas e simples sobre todos os fatos relacionados com a oferta e seja acompanhado de relatórios financeiros e administrativos. Atendendo aos requisitos legais de informação e à intenção da empresa em atrair investidores, o prospecto constitui um documento confiável e rico em informação sobre sua estratégia. Além disso, a credibilidade da OSC na proteção dos interesses dos investidores e da comunidade é fator relevante na garantia a confiabilidade dos dados a serem analisados nos prospectos estudados pela pesquisa.

A amostra consiste em prospectos de empresas públicas que abriram capital na TSX. Fundada em 1852 na província de Ontário, Canadá, a TSX é atualmente a nona maior bolsa de valores do mundo (*The World Federation of Exchanges [WFE], 2020*) com uma capitalização de mercado de CND 3,256 trilhões (USD 2,409 trilhões) e mais de duas mil empresas listadas (*TSX, 2019*).

Para obter as informações necessárias, extraímos do site da TSX uma tabela de empresas listadas no intervalo entre março de 1993 e dezembro de 2019. A lista refere-se ao processo pelo qual as ações da empresa são oficialmente negociadas em bolsas de valores. Esta tabela possui 1.572 registros de empresas e abrange outros tipos de listagem (IPOs e não IPOs) no período, e contém as seguintes informações: nome da empresa, data de listagem, setor e subsetor de atuação da empresa, tipo de listagem, preço de ações ofertadas, número de ações ofertadas e localização da empresa.

Para coletar os dados incluídos na amostra, filtramos as listagens pela IPO entre os anos de 2008 e 2019. Esse período foi selecionado devido a mudança na legislação que regulamenta os prospectos ocorrida em 2008, que impactou na análise das informações e dos dados. Optou-se pelo ano limite de 2019 para não influenciar a amostra com os impactos da pandemia da Covid-19, ocorrida no início de 2020, que afetou os negócios, a bolsa de valores e a publicação de prospectos. Após observação cuidadosa, percebemos que no cenário pandêmico os prospectos emitidos focaram no enfrentamento da crise global. Isso poderia distorcer o estudo ao fazer comparações ao longo dos anos.

Fundos de investimento privado (CEF), fundos de índice (ETF) e empresas de aquisição de propósito específico (SPAC) foram excluídos da amostra por representarem atividades e produtos de empresas que atuam no setor de serviços financeiros, o que poderia levar a um viés amostral. Nesse contexto, o número total de empresas que cumpriram os requisitos do estudo foi de 104 empresas em 11 setores da economia canadense, demonstradas nas Tabelas 2 e 3.

Tabela 2. Distribuição por setor

	Empresas por Setor	
Setor Principal	SubSetor	N
Tecnologia de Limpeza	Materiais e produtos de baixo impacto	4
	Produção e distribuição de energia renovável	2
	Redução de resíduos e gestão de água	1
	Total	7
Produtos e serviços de consumo	Bens de consumo	13
	Total	13
Produtos e Serviços Industriais	Serviços de energia	5
	Serviços de mineração	2
	Outros	3
	Total	10
Ciências da Vida	Cannabis Medicinal	2
	Serviços e suprimentos de saúde	1
	Biotecnologia	1
	Total	4
Imobiliária	Industrial/Escritório/Varejo/Residencial	13
	Especializado	2
	Diversificado	1
	Total	16
Tecnologia	Software e serviços de Internet	4
	Programas	4
	Hardware e Dispositivos	1
	Total	9
Mineração	Agricultura/Potássio	2
	Ouro e outros metais	15
	Total	17
Óleo e gás		10
Comunicações e Mídia		1
Serviços financeiros		13
Serviços Públicos e Tubulações		4
	TOTAL	104

Tabela 3. Distribuição por ano

Empresas por ano			
Ano	Empresas	Ano	Empresas
2008	4	2014	6
2009	3	2015	11
2010	17	2016	2
2011	8	2017	16
2012	10	2018	10
2013	15	2019	2
Total	104		

Os 104 prospectos utilizados como fonte de dados foram obtidos no *System for Electronic Document Analysis and Retrieval* (SEDAR), sistema utilizado como base para publicação de documentos de bolsas de valores sob jurisdição da OSC.

Coleta de dados

Para análise dos dados coletados nos 104 prospectos, foi utilizada a técnica de análise de conteúdo. Segundo Bardin (2015), a análise de conteúdo pode ser quantitativa, que se baseia na frequência das unidades de registro com aplicação de técnicas estatísticas, ou qualitativa, que foca nas implicações decorrentes da presença ou ausência das unidades de registro em locais específicos da mensagem (Bardin, 2015). Foi realizada análise de conteúdo quantitativa por meio do software NVivo 12. As variáveis dependentes e independentes utilizadas neste estudo foram coletadas dos prospectos da IPO. Este método foi validado no trabalho anterior desenvolvido por Boaventura et al. (2020), que utilizaram a mesma técnica para analisar IPOs brasileiras. Essa técnica foi revalidada e foram executadas modificações e inclusões necessárias, conforme descrito mais adiante.

Análise de prospectos

Os relatórios comerciais são geralmente bastante extensos e contêm uma grande variedade de informações; portanto, é necessário definir as seções mais relevantes para o escopo da pesquisa. Por exemplo, o prospecto é um documento que pode atingir mais de 500 páginas e possuir várias seções; algumas focam apenas em questões jurídicas, enquanto outras se referem apenas aos bancos participantes da oferta. Portanto, seções contendo informações legais, demonstrações de resultados e detalhes da oferta, entre outros, não são interessantes para uma análise de priorização, pois não fornecem informações sobre os *stakeholders*. Além disso, essas seções, se incluídas na análise de conteúdo, podem enviesar a pesquisa devido ao seu conteúdo jurídico e de acionistas/investidores.

Embora o formato do prospecto não seja estritamente padronizado, a TSX exige uma lista de informações que devem ser incluídas e destacadas nesses documentos. Portanto, para efeitos desta pesquisa, foram incluídas apenas as seções do prospecto que continham informações sobre a estratégia da empresa considerada relevante para a identificação de prioridades. Para validar a seleção das seções utilizadas na coleta de dados, os prospectos foram primeiramente lidos por completo e escolhidas as seções que continham as informações necessárias sobre as empresas. Uma vez selecionadas, essas seções foram apresentadas a especialistas acadêmicos que validaram as escolhas. Por fim, foi feita uma comparação com o estudo de Boaventura et al. (2020), que confirmaram que os trechos selecionados eram semelhantes aos analisados anteriormente.

As seções consideradas contêm informações sobre a atividade da empresa, o seu mercado, indicações de estratégia futura e riscos relativos à empresa e ao mercado, nomeadamente: (1) Resumo da Oferta – um resumo da empresa e da sua estratégia, localizado no início do prospecto; (2) Discussão e Análise dos Resultados Financeiros e Operacionais pela Administração; (3) Fatores de Risco – riscos levantados pela empresa em relação aos seus negócios e à oferta de ações; (4) Análise Setorial – dados sobre o mercado em que a empresa atua; (5) e Negócios – dados mais detalhados sobre a operação da empresa.

Definição de palavras-chave

As palavras-chave utilizadas na análise de conteúdo foram aquelas relacionadas ao “ambiente de negócios”. Com base na análise das seções dos prospectos, a Tabela 4 apresenta os sinônimos definidos para os *stakeholders* dos diversos setores da economia canadense (em inglês).

Tabela 4. Sinônimos para os principais *stakeholders* (em inglês)

<i>Stakeholder</i>	Sinônimos
Cientes	Customer, customers, client, clients, consumer, consumers, buyer, buyers, user, users, shopper, shoppers, tenant, tenants.
Comunidade	Community, communities, society, societies, population, “members of the public,” citizen, citizens, government, governments, “local authority,” “local authorities,” nation, “local contractors,” “regulatory authorities.”
Funcionários	Employee, employees, attendant, attendants, laborer, laborers, “staff member,” “staff members,” worker, workers, personnel, “team member,” “team members,” crew, “work force,” staff, staffs, team.
Fornecedores	Supplier, suppliers, provider, providers, manufacturer, manufacturers.
Acionistas	Shareholder, shareholders, investor, investors, shareowner, shareowners, bondholder, bondholders, stockholder, stockholders, unitholder, unitholders, “holders of unit,” “holders of units,” “holder of unit,” “holder of units.”

O modelo proposto por Boaventura et al. (2020) foi adotado, conforme observado na Tabela 5. A Tabela inclui as funções de utilidade para cada stakeholder e apresenta uma lista de palavras com sinônimos que expressam esses valores para eles, tanto tangíveis quanto intangíveis (em inglês).

Tabela 5. Função de utilidade dos stakeholders e palavras usadas para medir valor

Stakeholder	Componentes tangíveis e intangíveis da função de utilidade encontrados na literatura (em inglês)	Sinônimos que significam valor para os stakeholders (em inglês)
Clientes	Products with quality and functionality; Product price; Perceived quality; Service; Safety; Cost-effectiveness; Accessibility; Repeat business; Respect; Environmental responsibility; Sustainable products.	product, quality, applicability, functionality, purpose, usefulness, use, utility, award, compensation, cost, demand, gratification, worth, payment, price, remuneration, reward, retribution, value, service, duration, accessibility, period, term, time, interaction, reiterates, recidivism, repetition, accepted, attention, consideration, courtesy, customer, deference, fulfillment, kindness, respect.
Comunidade	Perceived impact on the community; Social programs; Numbers and types of jobs created; Taxes; Necessary support infrastructure; Local clusters.	planning, plan, project, wellness, convenience, comfort, contentment, dispose, happiness, satisfaction, security, tranquility, capital, money, resource, rest, protection, interest, profit, benefit, utility, value, advantage, comfort, ease, composure, decency, decorum, dignity, distinction, respect, infrastructure, service, communitarian, common, social, employment, work, creation, environment.
Funcionários	Salary; Benefits; Remuneration; Safety at Work; Conditions and Training; Healthiness; Perceived justice in the work environment; Work characteristics; Variety of skills; Pleasant work environment.	allowance, benefit, billing, bonus, commission, compensation, contributes, costing, credit, dividend, earning, fee, financing, gain, gift, gratification, honorary, income, insurance, interest, orderly, pay, paid holidays, pension, percentage, prize, portion, profit, provision, quota, receiving, remuneration, revenue, retribution, return, reward, salary, share, satisfaction, subsidy, vacation, wage, arranges, care, cleanliness, comfort, health, hygiene, installation, neatness, perfection, sanitation, sanity, safety, welfare affiliation, association, communication, disclosure, engagement, fidelity, honesty, information, integrity, link, loyalty, membership, merger, note, notification, participation, proposal, recommendation, recognition, reference, sincerity, statement, trust, union, warning, advantage, ascension, apprentice, awareness, career, capacity, competence, development, education, effect, encouragement, impulse, improvement, incentive, increase, instruction, know-how, promotion, progress, training.
Fornecedores	Nature of payments (i.e., volume, speed); Ordering procedure and size; Price received; Long-lasting and stable relationship.	dimension, magnitude, quantity, size, volume, price, consolidated, durable, enduring, interaction, long-lasting, perennial, permanent, reiterates, recurrence, recidivism, repetition, accelerates, agility, brevity, emergency, fugacity, hurry, preparedness, promptness, speed, acquisition, order, purchase, request, process.
Acionistas	Expected return and dividends; Information; Transparency and Corporate Social Responsibility.	income, revenue, gains, profit, interest, return, proceeds, invoice, price, amount, sum, value, compensation, requirement, bonus, payment, award, prize, rewards, remuneration, compensation, information, science, knowledge, data, report, news, notice, notification, communication, memo, message, note, opinion, clarification, explanation, clarity, truth, truthfulness, kindness, compliance.

Fonte: Boaventura et al. (2020).

Atribuição de variáveis

Variável dependente

A pesquisa seguiu cinco etapas para mensurar a distribuição de valor aos *stakeholders* (nossa variável dependente). Primeiro, as seções do prospecto utilizadas para analisar o valor distribuído aos *stakeholders* foram: “Resumo”, “Discussão e Análise Gerencial”, “Negócios” e “Indústria”. Estas seções são relevantes para interpretar o valor entregue aos *stakeholders*. Elas incluem as estratégias da empresa, uma análise do negócio pelos gestores da organização, uma descrição das principais atividades e uma visão geral do setor de atuação da empresa.

Em segundo lugar, foi definida como unidade de valor a combinação de citações de *stakeholders* e citações de sinônimos que representam valor tangível e intangível para eles, e que ocorrerem no mesmo parágrafo. Para que uma palavra-chave seja associada a um *stakeholder*, ambos devem ser analisados na mesma unidade de contexto, conforme definido por Bardin (2015). A unidade de contexto considerada foi o parágrafo, uma vez que um parágrafo geralmente aborda apenas um *stakeholder*. Para analisar as palavras identificadas e atribuir a presença de distribuição de valor a um *stakeholder*, a contagem de palavras por si só não seria suficiente. Por esse motivo, foi comparado o número de parágrafos na intersecção “*stakeholder*” versus “distribuição de valor” com o número total de parágrafos identificados para o *stakeholder*. A coleta de dados por meio de análise de conteúdo da variável dependente foi escolhida por ter sido previamente testada e validada por Boaventura et al. (2020).

Em terceiro lugar, utilizando o software Nvivo 12, foi contabilizada a frequência com que a combinação de *stakeholders* e valor para eles estava presente no mesmo parágrafo das quatro seções de interesse. Em quarto lugar, essa contagem foi dividida pelo número de páginas das seções utilizadas e, finalmente, os resultados foram balanceados em uma escala de 0 a 1, considerando o maior resultado obtido como referência 1.

Variáveis independentes

O presente estudo utilizou duas variáveis independentes: poder dos *stakeholders* e importância estratégica. A mensuração das variáveis segue cinco etapas. Primeiramente, foi analisada a seção “Fatores de Risco” para mensurar a variável independente “poder”. Nessa seção, a empresa discute as principais ameaças ao seu negócio e aponta quais *stakeholders* podem afetar negativamente o desempenho da organização. Essa escolha vai ao encontro dos autores Harrison e Bosse (2013), que definem poder como a capacidade ou propensão de um *stakeholder* em afetar negativamente as atividades da empresa.

Em segundo, o número de citações do *stakeholder* na seção “Fatores de Risco” foi definido como sua unidade de poder. Em terceiro, utilizando o software Nvivo12, foi contabilizada a frequência com que cada *stakeholder* foi mencionado na seção de interesse. Em quarto lugar, esse resultado foi então dividido pelo número de páginas de cada seção analisada. Em quinto e último, para serem utilizados no mesmo modelo estatístico que as demais variáveis, os resultados foram balanceados em uma escala de 0 a 1, que são os insumos para o modelo final.

O procedimento anterior também foi aplicado para a segunda variável independente, alterando a seção observada. Assim, o primeiro passo foi mensurar a variável independente “Importância Estratégica” analisando a seção “Negócios”, que contém informações sobre as atividades essenciais da organização, suas vantagens competitivas e seu relacionamento com os *stakeholders*. Segundo Harrison e Bosse (2013), a capacidade de um *stakeholder* contribuir para a competitividade da organização reflete a sua importância estratégica para ela.

No passo seguinte, o número de citações de determinado *stakeholder* na seção “Negócios” foi definido como unidade de importância estratégica. Em terceiro, utilizando o software Nvivo12, foi contabilizada a frequência com que cada *stakeholder* foi mencionado na seção de interesse. Em quarto, esse resultado foi então dividido pelo número de páginas de cada seção analisada. Finalmente, na quinta etapa, para serem utilizados no mesmo modelo estatístico das demais variáveis, os resultados foram balanceados em uma escala de 0 a 1, que é a entrada do modelo final. A coleta de dados por meio de análise de conteúdo de variáveis independentes foi escolhida pois já havia sido testada e validada por Boaventura et al. (2020).

Control variables

Variáveis de controle

O ano de publicação da IPO do prospecto foi definido como variável de controle, pois as condições de mercado podem mudar dependendo do ano em que a empresa abriu o capital. Isso pode afetar a distribuição de valor para os *stakeholders*. Para tanto, foram incluídos no modelo os anos de 2008 a 2019 como variáveis *dummy*.

O setor da empresa também foi definido como variável de controle, já que sua área de atuação pode afetar a distribuição de valor, uma vez que cada setor possui características que os gestores precisam considerar na hora de alocar recursos aos *stakeholders* (Baird et al., 2012). Uma empresa de serviços, por exemplo, pode distribuir mais valor aos clientes, enquanto uma empresa de manufatura pode focar mais nos fornecedores (Boaventura et al., 2020). Para tanto, 11 setores derivados dos dados do TSX foram incluídos no modelo como variáveis *dummy*, abrangendo todas as empresas incluídas nesta análise.

Análise dos dados

Equações de teste de hipóteses

Após a coleta e processamento dos dados, foram obtidas pontuações nas estratégias de *stakeholders* propostas pelas empresas, utilizadas para medir a priorização desses atores. Além disso, utilizou-se a regressão de mínimos quadrados ordinários para testar as hipóteses da pesquisa.

As premissas do método são a homoscedasticidade dos resíduos da regressão e a ausência de multicolinearidade das variáveis. Para satisfazer essas duas premissas, os estudos foram realizados nos modelos do teste de Breusch-Pagan para ausência de heterocedasticidade e o teste VIF (Fatores de Inflação da Variância) para presença de multicolinearidade. O teste de Breusch-Pagan indicou presença de heterocedasticidade nos dados; entretanto, segundo Wooldridge (2015), a heterocedasticidade é comum em análises econométricas e requer apenas ajuste dos erros. Assim, foi aplicado aos modelos o erro padrão robusto presente no software Gretl. Para o teste VIF, o resultado da pontuação média foi inferior a 10, indicando que não há problema de multicolinearidade (Hair et al., 2006).

Três equações foram utilizadas no teste de hipótese. A primeira utiliza apenas o “Poder” como variável independente, a segunda utiliza apenas a “Importância Estratégica” como variável independente, e a terceira considera ambas as variáveis na mesma equação, conforme modelos abaixo:

$$\text{Valor} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Poder} + \text{setor} + \text{ano} \quad (1)$$

$$\text{Valor} = \beta_0 + \beta_2 \text{ Importância} + \text{setor} + \text{ano} \quad (2)$$

$$\text{Valor} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Poder} + \beta_2 \text{ Importância} + \text{setor} + \text{ano} \quad (3)$$

Onde:

Valor = Valor distribuído ao *stakeholder*

Poder = Poder do *stakeholder*

Importância = Importância Estratégica do *stakeholder*

β_0 = Coeficiente do modelo linear

β_i = Inclinação do modelo linear

Setor = Variável *dummy* do setor produtivo da empresa

Ano = Variável *dummy* do ano da IPO na TSX

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Correlações e estatísticas descritivas

A Tabela 6 apresenta as correlações e estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos testes das hipóteses do estudo. Para evitar um modelo de correlação com excesso de zeros (Lambert, 1992), foram retiradas dos resultados as observações que apresentavam “0” na variável dependente e nas independentes, resultando em um modelo com 500 observações, sendo o modelo igualmente relevante para o estudo com ambas as variáveis independentes apresentando correlação positiva e significativa. A variável “Importância Estratégica” possui correlação de aproximadamente 0,670; esse valor é superior à correlação de 0,498 apresentada pela variável “Poder”.

Tabela 6. Correlação entre variáveis

	VALOR	PODER	IMPORTÂNCIA
VALOR	1		
PODER	0,498	1	
IMPORTÂNCIA	0,670	0,461	1
Observações	500	500	500
Estatísticas Descritivas	VALOR	PODER	IMPORTÂNCIA
Média	0,162	0,233	0,146
Desvio Padrão	0,182	0,204	0,192
Mínimo	0	0	0
Máximo	1	1	1
Observações	520	520	520

Para investigar a relação entre poder, importância estratégica e distribuição de valor, assume-se que as decisões de distribuição de valor não são tomadas isoladamente para cada stakeholder. Portanto, as observações de todos os *stakeholders* foram consideradas em conjunto, uma vez que o valor distribuído a um stakeholder pode influenciar o valor disponível para outros. Contudo, é importante verificar como as empresas se relacionam com cada grupo de *stakeholders* individualmente.

A Tabela 7 apresenta os resultados das variáveis dependentes e independentes, com a pontuação média de cada ator na quarta coluna. Por serem variáveis binárias, as de controle “setor” e “ano” não foram consideradas nesta observação.

Tabela 7. Estatísticas descritivas por stakeholder

	Stakeholder	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Valor	Clientes	104	0,241	0,237	0	1
	Comunidade	104	0,152	0,176	0	1
	Funcionários	104	0,212	0,168	0	1
	Acionistas	104	0,121	0,127	0	1
	Fornecedores	104	0,086	0,141	0	1
Poder	Clientes	104	0,223	0,223	0	1
	Comunidade	104	0,159	0,157	0	1
	Funcionários	104	0,357	0,179	0	1
	Acionistas	104	0,270	0,170	0	1
	Fornecedores	104	0,158	0,217	0	1
Importância Estratégica	Clientes	104	0,187	0,208	0	1
	Comunidade	104	0,121	0,163	0	1
	Funcionários	104	0,236	0,183	0	1
	Acionistas	104	0,153	0,219	0	1
	Fornecedores	104	0,034	0,101	0	1

De acordo com a Tabela 4, o *stakeholder* com maior valor médio distribuído são os Clientes (0,241), seguido em ordem decrescente por Funcionários (0,212), Comunidade (0,152), Acionistas (0,121) e Fornecedores (0,086). Para a variável “Poder”, o *stakeholder* com maior média é o Funcionário (0,357), seguido em ordem decrescente por Acionistas (0,271), Clientes (0,223), Comunidade (0,159) e Fornecedores (0,158). Além disso, para a variável “Importância Estratégica”, o *stakeholder* com maior média é também o Funcionário (0,236), seguido em ordem decrescente pelos Clientes (0,187), Acionistas (0,153), Comunidade (0,121) e Fornecedores (0,034).

Os valores do desvio padrão variam de 0,237 a 0,127 para Valor, de 0,223 a 0,157 para Poder e de 0,208 a 0,101 para Importância Estratégica. A amplitude do desvio padrão é maior para a variável “Valor”, seguida da “Importância Estratégica”, sendo que a variável “Poder” apresenta a menor distância entre o maior e o menor valor do desvio padrão.

Regressão

A Tabela 8 apresenta os resultados das regressões de mínimos quadrados. Dos quatro modelos utilizados para regressão linear, três são equações apresentadas anteriormente, e o erro padrão robusto foi aplicado a todos os modelos para corrigir a heterocedasticidade. Nos modelos foram utilizadas variáveis *dummy* de controle para o ano e setor das empresas, tendo “Ano_2019” como valor base e “Serviços públicos e tubulações” como setor. Os quatro modelos foram utilizados para avaliar a influência do poder e da importância estratégica na distribuição de valor aos *stakeholders*.

No modelo 1, a regressão foi executada apenas com as variáveis de controle. Nele, nenhum setor econômico teve um impacto significativo; alguns anos tiveram valor-p inferior a 0,1, como o ano de 2009 que não foi estatisticamente significativo. Neste modelo o R² foi de apenas 4,5%, mostrando que ele traz uma representação fraca da realidade dos dados.

Tabela 8. Resultado das regressões

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente
Constante	0,380***	0,192*	0,170 **	0,117*
Poder ²		0,465***		0,221***
Importância Estratégica ²			0,650 ***	0,537***
Tecnologia Limpa ²	-0,063	-0,072	-0,064	-0,068
Mídia e Comunicações ²	0,023	6,92E-05	0,046	0,031
Produtos e Serviços de Consumo ²	-0,041	-0,058	-0,043	-0,051
Serviços Financeiros ²	-0,057	-0,077	-0,030	-0,044
Produtos e Serviços Industriais ²	-0,023	-0,049	0,012	-0,005
Ciências da Vida ²	-0,077	-0,075	-0,059	-0,062
Mineração ²	-0,033	-0,041	-0,002	-0,011

Continua

Tabela 8. Resultado das regressões

Conclusão

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente
Óleo e Gás ^g	0,012	-0,019	0,022	0,005
Imobiliário ^g	-0,031	-0,042	0,0034	-0,007
Tecnologia ^g	-0,018	-0,042	-0,003	-0,017
Ano_2008 ^g	-0,167*	-0,063	-0,072	-0,039
Ano_2009 ^g	-0,135	-0,038	-0,056	-0,023
Ano_2010 ^g	-0,202**	-0,091	-0,094	-0,060
Ano_2011 ^g	-0,151*	-0,032	-0,043	-0,005
Ano_2012 ^g	-0,210**	-0,107	-0,115*	-0,082
Ano_2013 ^g	-0,205**	-0,105	-0,113*	-0,081
Ano_2014 ^g	-0,190**	-0,071	-0,096	-0,056
Ano_2015 ^g	-0,165*	-0,093	-0,080	-0,060
Ano_2016 ^g	-0,188*	-0,116	-0,140*	-0,114*
Ano_2017 ^g	-0,214**	-0,125	-0,097	-0,075
Ano_2018 ^g	-0,157**	-0,081	-0,084	-0,061
N	540	540	540	540
R ²	0,045	0,303	0,495	0,540

* p < 0,1 ** p < 0,05 *** p < 0,01

Nota: A variável dependente dos quatro modelos de regressão é o Valor distribuído ao stakeholder.

^g Variáveis independentes "Poder" e "Importância Estratégica" dos stakeholders.^g Variáveis dummy para setores e anos.

No modelo 2, a regressão utilizou apenas a variável independente "Poder" e as variáveis de controle. Neste modelo, a variável independente "Poder" apresentou coeficiente positivo de 0,465, com valor-p inferior a 0,01 e R² de 30,3%, indicando melhor ajuste com a realidade.

No modelo 3, a regressão utilizou apenas a variável independente "Importância Estratégica" e as variáveis de controle. Neste modelo, a variável independente "Importância Estratégica" apresentou coeficiente positivo de 0,65, com valor-p inferior a 0,01 e R² de 49,5%, indicando bom ajuste com a realidade.

No modelo 4, a regressão utilizou todas as variáveis independentes e de controle. Nele, a variável independente "Poder" apresentou coeficiente positivo de 0,221 e a variável "Importância Estratégica" apresentou coeficiente positivo de 0,538, ambas com valor-p inferior a 0,01. Este modelo final apresentou um R² de 54,1%, indicando um bom ajuste com a realidade.

Regressão por grupo de stakeholders

A Tabela 9 mostra os resultados da regressão de mínimos quadrados ordinários separadamente para cada grupo de stakeholders. O modelo 4 serviu de base para a obtenção desses resultados. Todos foram realizados com erros padrão robustos para correção de heterocedasticidade e teste VIF com valor inferior a 10, indicando ausência de multicolinearidade.

Tabela 9 – Resultado da regressão para cada grupo de stakeholders

	Poder ^a		Importância Estratégica ^a		R ²
	Coefficiente	valor-p	Coefficiente	valor-p	
Clientes	0,282	**	0,766	***	0,836
Comunidade	0,228	*	0,665	***	0,598
Funcionários	0,195	*	0,524	***	0,617
Acionistas	-0,076		0,436	***	0,619
Fornecedores	0,350	***	0,091		0,443

* p < 0,1 ** p < 0,05 *** p < 0,01

Nota: A variável dependente dos modelos de regressão é o Valor distribuído a cada stakeholder separadamente.

^a Variáveis independentes “Poder” e “Importância Estratégica” dos stakeholders.

A regressão realizada separadamente para cada grupo de *stakeholders* produziu resultados consistentes quando comparados aos encontrados no modelo 4. As duas variáveis independentes “Poder” e “Importância Estratégica” obtiveram valor-p inferior a 0,1 em quatro dos cinco principais grupos de *stakeholders*. Os grupos Clientes, Comunidade e Funcionários apresentaram coeficientes significativos com um valor-p de 0,1, e os coeficientes para “Importância Estratégica” foram positivamente mais elevados do que os coeficientes para “Poder”. Valores elevados de R² foram encontrados nestes três grupos de *stakeholders*: Clientes com 83,6%, Comunidade com 59,8% e Funcionários com 61,7%. Para o grupo Acionistas, “Poder” não foi a variável estatisticamente significativa e “Importância Estratégica” foi significativa com valor-p de 0,01. O grupo Fornecedores foi o único onde o coeficiente da variável “Poder” foi positivamente superior ao da variável “Importância Estratégica”, porém, a variável “Poder” foi a única variável significativa com valor-p de 0,01.

Teste das hipóteses

Os dados obtidos na análise corroboram a hipótese 1. Nos modelos de regressão 2 e 3, realizados separadamente com as variáveis independentes “Poder” e “Importância Estratégica”, ambas apresentaram correlação positiva com a variável dependente “Valor” e significância com um valor-p de 0,01. No modelo 4, as variáveis independentes explicam o comportamento da variável dependente “Valor”, e os resultados mostram correlação positiva com significância, com valor-p de 0,01 e valor de R² elevado para as variáveis, indicando o ajuste da regressão para os dados reais. Portanto, as evidências obtidas na investigação empírica deste estudo confirmam a hipótese H1 de que o poder e a importância estratégica são fatores relevantes na decisão de distribuição de valor aos *stakeholders*.

Os dados encontrados nesta pesquisa também corroboram a hipótese H2. Comparando os modelos 2 e 3, o modelo 3, com a variável independente “Importância Estratégica”, apresentou maior coeficiente angular (0,65), contrastado ao coeficiente da variável “Poder” (0,465) no modelo 2. Além disso, o modelo 3, com a variável “Importância Estratégica”, também apresentou R² (49,5%) superior ao R² presente no modelo 2 (30,3%) com a variável “Poder”. Por fim, no modelo 4, que conta com a presença de duas variáveis independentes, os coeficientes das variáveis

“Importância Estratégica” (0,537) e “Poder” (0,221) indicam uma influência mais significativa da primeira sobre a variável dependente “Valor”. Portanto, as evidências obtidas na investigação empírica confirmam a hipótese H2 de que a importância estratégica tem maior influência do que o poder na decisão da empresa em distribuir valor aos seus principais grupos de *stakeholders*.

DISCUSSÃO

A evolução da teoria dos *stakeholders* deu destaque a diversas questões para a gestão empresarial: como identificar e classificar os *stakeholders* (Freeman et al., 2007), como analisar os seus interesses (Freeman et al., 2004), quais *stakeholders* as empresas devem priorizar (Mitchel et al., 1997), quais são as estratégias para lidar com os *stakeholders* (Harrison & Bosse, 2013), como questões relacionadas a justiça, reciprocidade e valores motivam a cooperação entre os *stakeholders* (Bridoux & Vishwanathan, 2020; Lange et al., 2022), como a gestão dos *stakeholders* se relaciona com a sustentabilidade ambiental (Góes et al., 2023), entre outros temas.

Dentre as questões que precisam ser desenvolvidas na teoria dos *stakeholders*, buscamos avançar no conhecimento sobre a associação entre poder e importância estratégica e sua relação com a distribuição de valor aos *stakeholders*. De acordo com Freeman et al. (2010), os *stakeholders*, em termos do seu poder e importância estratégica, podem criar valor para a empresa a que estão associados, e, quanto maior for a sua importância estratégica, maior será a sua capacidade de criar valor. Esse argumento tornou-se a base inicial para o desenvolvimento dessa pesquisa. Ao destacar a relação entre poder e importância estratégica na decisão de distribuir valor aos *stakeholders* em empresas listadas na TSX, os resultados obtidos aqui corroboram a visão de Harrison e Bosse (2013) de que a distribuição de valor aos *stakeholders* é impulsionada principalmente pelo poder e importância estratégica deles.

No Canadá, que se caracteriza como uma economia de mercado liberal, as empresas coordenam as suas ações através de arranjos de mercado competitivos e o mecanismo de distribuição baseia-se principalmente na oferta e na procura do mercado (Fainshmidt et al., 2018; Hall & Soskice, 2001). Isso difere de outros cenários estudados anteriormente, como o do Brasil, onde famílias e grupos ricos e dominantes são os agentes ordenadores centrais da vida econômica e estão no centro da propriedade, alocação de recursos e gestão (Fainshmidt et al., 2018).

Com base nos resultados, pode-se argumentar que, no contexto institucional canadense, a importância estratégica é mais relevante do que o poder na distribuição de valor aos *stakeholders*, em linha com a abordagem contemporânea de “gestão de *stakeholders*” (Harrison et al., 2022). Nesse contexto, um exemplo pode ser destacado. Na Jamieson Wellness, uma empresa canadense líder no setor de bens de consumo, a capacidade de inovar é reconhecida como uma vantagem competitiva no atendimento à demanda dos clientes por novos produtos, dando a este grupo de *stakeholders* o poder sobre as receitas da empresa, consistente com a nossa primeira hipótese. A empresa também presta mais atenção à importância estratégica do que ao poder dos seus varejistas. Descobriu-se que eles se concentram mais em relações mutuamente benéficas e de

longo prazo com os seus varejistas do que no seu poder sobre a distribuição logística, criando valor para este grupo, o que também é consistente com a nossa segunda hipótese.

Observa-se então um alinhamento com estudos recentes que examinam questões relacionadas ao poder em diferentes contextos institucionais, tal como a pesquisa de Kern e Gospel (2023) de exemplos da Inglaterra, Alemanha e Itália, e também a análise de Ye et al. (2021) de investidores dos mercados dos EUA e da Europa Ocidental. Além disso, os achados do presente estudo apoiam os argumentos de Boaventura et al. (2020), que observaram fatores de poder e importância estratégica na distribuição de valor aos *stakeholders* no Brasil, um mercado emergente com características institucionais diferentes das do Canadá. Nesse sentido, nosso estudo apoia a importância estratégica como principal critério para distribuição de valor, contrariando a literatura dominante que prioriza o poder de barganha, como Parent e Deephouse (2007) e Neville et al. (2011).

Com este resultado, é possível concluir que, embora as bolsas de valores estejam localizadas em mercados e sistemas institucionais diferentes, parece haver uma tendência, pelo menos no ocidente global, para uma maior valorização dos fatores estratégicos na distribuição de valor para os *stakeholders* por empresas de capital aberto. Mais pesquisas em outras economias e contextos institucionais serão necessárias para confirmar essa tendência ou também para compreender o cenário em países do oriente.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da pesquisa foi examinar o efeito do poder e da importância estratégica dos *stakeholders* na distribuição de valor dada à eles por empresas de capital aberto na Bolsa de Valores de Toronto. Para tanto, utilizou-se análise de conteúdo por meio de técnicas estatísticas para testar se havia relação significativa entre importância estratégica, poder e o valor distribuído aos *stakeholders*.

Os resultados observados mostram não só que o poder e a importância estratégica são relevantes na distribuição de valor aos *stakeholders*, mas também que no processo de tomada de decisão das organizações nesse contexto institucional, a importância estratégica dos *stakeholders* tem uma influência maior comparativamente ao seu poder. Em outras palavras, os resultados apoiam a hipótese de que os responsáveis pelas decisões nas empresas consideram mais a importância estratégica do que o poder na distribuição de valor dada aos seus *stakeholders*. Portanto, o presente estudo contribui para a literatura de *stakeholders* que foca na distribuição de valor, confirmando a relevância da importância estratégica versus poder em um mercado economicamente desenvolvido, avançando assim o debate de estudos anteriores. Em termos práticos, este estudo pretende fornecer às empresas comprometidas com uma gestão orientada para os *stakeholders* um conjunto de ferramentas para melhor compreenderem como interagir com eles e equilibrar adequadamente o valor que proporcionam a cada grupo.

Quanto às limitações da pesquisa, as empresas que abrem capital na TSX precisam seguir uma série de requisitos e procedimentos com elevados custos financeiros para abrir seu capital

por meio de uma IPO. Portanto, a amostra captou a realidade de grandes empresas possuidoras dos recursos necessários para esse procedimento; ou seja, pode não representar o contexto de médias e pequenas empresas que atuam nos diversos setores.

Também existe uma limitação no vocabulário de sinônimos. Como o estudo visa captar *stakeholders* de diferentes setores da economia canadense, foram utilizados sinônimos generalizados para evitar ambiguidade e viés, e foram excluídas palavras que significam algo apenas em setores específicos. Para ilustrar, passageiro (*passenger*) é uma definição de cliente, que só faz sentido quando consideramos setores específicos, como ferrovias ou operadoras aéreas. Desta forma, uma análise em setores específicos poderá superar esta limitação, pois será possível garantir maior controle na análise de conteúdo. Outra limitação é o tamanho da amostra: tornou-se necessário agregar observações para os grupos de *stakeholders* como um todo, por isso não foi possível alcançar a granularidade das características para examinar e comparar como cada stakeholder afeta individualmente a distribuição global de valor quanto ao seu poder e importância estratégica.

Finalmente, para uma investigação futura pode-se criar novas oportunidades para análises empíricas utilizando uma estrutura metodológica semelhante, estendendo a análise a outros contextos institucionais. Ou seja, para maximizar a compreensão das relações de poder e da importância estratégica na distribuição de valor aos *stakeholders* em ambientes mais institucionais, sugere-se o desenvolvimento de estudos multinacionais. Tais estudos podem fornecer maior robustez argumentativa sobre como os gestores em todo o mundo se comportam quando torna-se necessário distribuir o valor criado para os seus *stakeholders*. A aplicação desse modelo em uma amostra maior poderia proporcionar uma melhor compreensão da dinâmica entre o valor distribuído aos *stakeholders* e a sua influência nesta decisão gerencial, comparando o poder individual e a importância estratégica dos grupos ao valor total distribuído pelas empresas.

REFERÊNCIAS

- Baird, P. L., Geylani, P. C., & Roberts, J. A. (2012). Corporate social and financial performance re-examined: Industry effects in a linear mixed model analysis. *Journal of Business Ethics*, 109(3), 367-388. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1135-z>
- Bardin, L. (2015). *Análise de conteúdo*. Edições 70.
- Boaventura, J. M. G., Bosse, D. A., Mascena, K. M. C. de, & Sarturi, G. (2020). Value distribution to stakeholders: The influence of stakeholder power and strategic importance in public firms. *Long Range Planning*, 53(2), 101883. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.05.003>
- Bridoux, F., & Stoelhorst, J. W. (2022). Stakeholder theory, strategy, and organization: Past, present, and future. *Strategic Organization*, 20(4), 797-809. <https://doi.org/10.1177/14761270221127628>
- Bridoux, F. M., & Vishwanathan, P. (2020). When do powerful stakeholders give managers the latitude to balance all stakeholders' interests?. *Business & Society*, 59(2), 232-262. <https://doi.org/10.1177/0007650318775077>

- Etzioni, A., Marcus, P., Merton, R. K., Reiss, A., Wilson, J. Q., & White, H. (1964). *Organizations*. Prentice-Hall Publishing Co.
- Evan, W. M., & Freeman, R. E. (1988). A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism. In T. Beauchamp & N. Bowie (Eds.), *Ethical Theory and Business* (pp. 75-93). Prentice Hall.
- Fainshmidt, S., Judge, W. Q., Aguilera, R. V., & Smith, A. (2018). Varieties of institutional systems: A contextual taxonomy of understudied countries. *Journal of World Business*, 53(3), 307-322. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.05.003>
- Freeman, E., & Liedtka, J. (1997). Stakeholder capitalism and the value chain. *European Management Journal*, 15(3), 286-296. [https://doi.org/10.1016/S0263-2373\(97\)00008-X](https://doi.org/10.1016/S0263-2373(97)00008-X)
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. Yale University Press.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & Colle, S. De. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge University Press.
- Freeman, R. E., Wicks, A. C., & Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and “the corporate objective revisited”. *Organization Science*, 15(3), 364-369. <https://doi.org/10.1287/orsc.1040.0066>
- Friedman, A. L., & Miles, S. (2006). *Stakeholders: Theory and practice*. Oxford University Press.
- Frooman, J. (2010). The issue network: Reshaping the stakeholder model. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 27(2), 161-173. <https://doi.org/10.1002/cjas.150>
- Galego-Álvarez, I., Formigoni, H., & Antunes, M. T. P. (2014). Corporate social responsibility practices at Brazilian firms. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 54(1), 12-27. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020140103>
- Góes, A., Fatima, G., Jhuniór, O. S., & Boaventura, J. M. G. (2023). Managing for stakeholders towards corporate environmental sustainability. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1561-1572. <https://doi.org/10.1002/csr.2448>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2006). *Multivariate data analysis*. New Jersey: Pearson International Edition.
- Hall, P. A., & Soskice, D. (Eds.). (2001). *Varieties of Capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*. Oxford University Press.
- Harrison, J. S., & Bosse, D. A. (2013). How much is too much? The limits to generous treatment of stakeholders. *Business Horizons*, 56(3), 313-322. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2013.01.014>
- Harrison, J. S., Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2010). Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 31(1), 58-74. <https://doi.org/10.1002/smj.801>
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1) 97-124. <https://doi.org/10.5840/beq20132314>
- Harrison, J. S., Wicks, A. C., & Palmié, M. (2022). Stakeholders are human: The micro-foundations of stakeholder theory and an application to the value distribution problem. In *Humanizing Business* (pp. 529-558). Springer.

- Kern, P., & Gospel, H. (2023). The effects of strategy and institutions on value creation and appropriation in firms: A longitudinal study of three telecom companies. *Strategic Management Journal*, 44(1), 343-366. <https://doi.org/10.1002/smj.3129>
- Lambert, D. (1992). Zero-inflated Poisson regression, with an application to defects in manufacturing. *Technometrics*, 34(1), 1-14. <https://doi.org/10.2307/1269547>
- Lange, D., Bundy, J., & Park, E. (2022). The social nature of stakeholder utility. *Academy of Management Review*, 47(1), 9-30. <https://doi.org/10.5465/amr.2018.0456>
- Magee, J. C., & Galinsky, A. D. (2008). Social hierarchy: The self-reinforcing nature of power and status. *The Academy of Management Annals*, 2(1), 351-398. <https://doi.org/10.1080/19416520802211628>
- Marhfor, A., Bouslah, K., M'Zali, B., & Ghilal, R. (2021). Corporate social responsibility and stock price informativeness: The public interest perspective. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 38(1), 29-41. <https://doi.org/10.1002/cjas.1576>
- McGahan, A. M. (2023). The new stakeholder theory on organizational purpose. *Strategy Science*, 8(2), 245-255. <https://doi.org/10.1287/stsc.2023.0184>
- Milioli, G. (2001). A natureza do relacionamento Brasil-Canadá: Similaridades, contrastes e a questão ambiental. *Interfaces Brasil/Canadá*, 1(1), 11-36. <https://doi.org/10.15210/interfaces.v1i1.6283>
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886. <https://doi.org/10.2307/259247>
- Neville, B. A., Bell, S. J., & Whitwell, G. J. (2011). Stakeholder salience revisited: Refining, redefining, and refueling an underdeveloped conceptual tool. *Journal of Business Ethics*, 102(3), 357-378. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0818-9>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Parent, M. M., & Deephouse, D. L. (2007). A case study of stakeholder identification and prioritization by managers. *Journal of Business Ethics*, 75(1), 1-23.
- Pfeffer, J. (1981). *Power in organizations*. Pitman Publishing.
- Phillips, R., Freeman, R. E., & Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479-502. <https://doi.org/10.5840/beq200313434>
- Phillips, R. A., Berman, S. L., Elms, H., & Johnson-Cramer, M. E. (2010). Strategy, stakeholders and managerial discretion. *Strategic Organization*, 8(2), 176-183. <https://doi.org/10.1177/1476127010365721>
- Priem, R. L. (2007). A consumer perspective on value creation. *Academy of Management Review*, 32(1), 219-235. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.23464055>
- Rabechini, R., Jr., Abarca, E. A. M., Salcedo, N. U., Saldaña, C. J. P. H., & Paiva, D. C. (2022). Stakeholder management and project management office: Effect on project results. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 62(6), 1-25. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220606>
- Ritter, J. R. (1998). Initial public offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5-30.
- Saffer, A. J., Yang, A., & Taylor, M. (2018). Reconsidering power in multistakeholder relationship management. *Management Communication Quarterly*, 32(1), 121-139. <https://doi.org/10.1177/0893318917700510>

- Sanchez-Lopez, J. C., & Bejarano, J. M. G. (2022). Does the market recognize corporate social responsibility? *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 62(2), 1-16. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220205x>
- Tantalo, C., & Priem, R. L. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2), 314-329. <https://doi.org/10.1002/smj.2337>
- The World Federation of Exchanges. (2020). *2019 Annual Statistics Guide*. The World Federation of Exchanges. Retrieved from <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/2019-annual-statistics-guide>
- Toronto Stock Exchange. (2019). *Toronto Stock Exchange: Investor brochure*. <https://www.tmx.com/investor-relations/corporate-information/investor-brochure>
- Wooldridge, J.M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage
- World Bank. (2020). *Doing business 2020: Training for reform*. Washington, DC. <https://archive.doingbusiness.org/pt/reports/global-reports/doing-business-2020>
- World Bank. (2022). *Gross domestic product ranking*. Data catalog. <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/gdp-ranking>
- Ye, P., O'Brien, J., Carnes, C. M., & Hasan, I. (2021). The influence of bondholder concentration and temporal orientation on investments in R&D. *Journal of Management*, 47(3), 683-715. <https://doi.org/10.1177/0149206320902531>

AGRADECIMENTO

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) e do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

CONFLITOS DE INTERESSE

Os/as autores/as não têm conflitos de interesse a declarar.

CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

Maurício Mendonça de Araujo: Conceituação; Curadoria de dados; Análise formal; Investigação; Metodologia; Recursos; Programas; Validação; Visualização; Redação – rascunho original; Redação – revisão e edição.

Ronaldo de Oliveira Santos Jhunior: Conceituação; Análise formal; Investigação; Metodologia; Administração de projetos; Recursos; Supervisão; Validação; Visualização; Redação – rascunho original; Redação – revisão e edição.

Mariana Torres Uchoa: Curadoria de dados; Análise formal; Investigação; Metodologia; Administração de projetos; Recursos; Programas; Supervisão; Validação; Visualização; Redação – rascunho original; Redação – revisão e edição.

João Mauricio Gama Boaventura: Conceituação; Curadoria de dados; Aquisição de financiamento; Investigação; Metodologia; Recursos; Supervisão; Redação – rascunho original.