

---

# CRÍTICA À TEORIA DOS *STAKEHOLDERS* COMO FUNÇÃO-OBJETIVO CORPORATIVA

---

TUTORIAL - FINANÇAS

*Alexandre Di Miceli da Silveira*

Doutor e Mestre em Administração de Empresas, com ênfase em Finanças, pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).

E-mail: alexfea@usp.br

Recebido em: 12/04/2004

Aprovado em: 04/12/2004

*Claudia Emiko Yoshinaga*

Mestre em Finanças e Graduada no Curso de Administração da FEA-USP

E-mail: claudia.yoshinaga@terra.com.br

*Paulo da Rocha Ferreira Borba*

Mestrando em Finanças e Graduado no Curso de Administração da FEA-USP.

E-mail: pfborba@uol.com.br

## RESUMO

No cerne das discussões sobre a concepção de modelos de gestão e de governança corporativa estão questões básicas que precisam ser respondidas por qualquer corporação, tais como: qual a função da empresa? Quais devem ser os critérios para a tomada de decisão e a avaliação de desempenho? Duas funções-objetivo da corporação destacam-se na literatura de Administração de empresas: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas e a teoria de equilíbrio dos interesses dos públicos afetados pela companhia (*stakeholders*). O presente trabalho aborda de maneira crítica a teoria dos *stakeholders*, apresentando suas origens, conceitos, aspectos positivos e negativos e comparando-a com a teoria da maximização da riqueza dos acionistas. A análise expõe fragilidades conceituais da teoria dos *stakeholders*, que levam à consideração da teoria da maximização da riqueza dos acionistas como a função-objetivo da corporação mais robusta conceitualmente para o alcance de maior bem-estar social, a maximização da produtividade e eficiência da companhia e uma melhor avaliação do desempenho dos administradores.

**Palavras-chave:** Teoria de equilíbrio dos *stakeholders*, maximização da riqueza dos acionistas, governança corporativa, modelos de gestão, função-objetivo da corporação.

## *A CRITICAL APPROACH TO THE STAKEHOLDER THEORY AS A CORPORATE OBJECTIVE-FUNCTION*

### ABSTRACT

*At the core of the issue of management models on corporate governance are some basic questions such as these that must be addressed. What is the corporate-function? Which are the criteria for decision-making and performance evaluation? Literature cites two corporate objective-functions which stand out, one which maximizes shareholder value and the other which balances the interests of stakeholders. A critical approach to the stakeholder theory is made including the origin, concepts, advantages and disadvantages in a comparison to that of the shareholders. The conceptual deficiencies of the stakeholder theory point to the maximization of the shareholder value as a more robust objective-function for achieving a higher level of social welfare, maximization of corporate efficiency and productivity while providing a better evaluation of managers.*

**Key words:** *shareholder theory, stakeholder theory, corporate governance, management models, corporate objective-function.*

## 1. INTRODUÇÃO

Uma das principais atribuições dos executivos é elaborar e implementar um modelo de gestão e um modelo de governança corporativa adequados à corporação. Por trás dessa atribuição, há questões básicas e essenciais que precisam ser antes respondidas para a escolha dos modelos de gestão e de governança corporativa e o sucesso em sua implementação, entre as quais: qual é o objetivo da empresa? Em função de quais interesses as organizações devem ser geridas? Quais devem ser os critérios para a tomada de decisão e a avaliação de desempenho? Como devem ser definidos os *trade-offs*<sup>1</sup> entre os diversos interesses conflitantes presentes nas corporações? Os sistemas de gestão devem priorizar quais interesses em detrimento de outros?

Duas funções-objetivo da corporação se destacam na literatura de Administração de Empresas para responder a essas questões: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas<sup>2</sup>, que defende que as decisões corporativas sejam tomadas visando sempre maximizar o valor da empresa, e a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, que defende que as decisões sejam tomadas para equilibrar e satisfazer os interesses de todos os públicos envolvidos com a corporação. A escolha da função-objetivo depende da consideração de três dimensões principais:

- dimensão sociedade: qual função-objetivo gera um maior bem-estar para a sociedade?
- dimensão empresa: qual função-objetivo torna a empresa mais eficiente e produtiva?
- dimensão profissional: qual função-objetivo especifica de forma clara como os executivos e conselheiros devem tomar decisões e ser avaliados?

A função-objetivo que melhor responder a essas questões deve ser a escolhida como pano de fundo para a elaboração e implementação dos modelos de gestão e de governança corporativa, pois será aquela que resultará em maior bem-estar social, maior

eficiência corporativa e melhor definição dos critérios de avaliação dos administradores da companhia.

O presente artigo, ao analisar de maneira crítica a teoria dos *stakeholders*, apresentando suas origens, filosofia, aspectos positivos e negativos, desenvolve argumentos teóricos que sugerem que a teoria de maximização da riqueza dos acionistas é mais robusta conceitualmente, respondendo melhor às questões apresentadas para as três dimensões anteriormente citadas. Segundo JENSEN (2001: 11), “na ausência de externalidades<sup>3</sup> ou monopólio, duzentos anos de pesquisa em economia e finanças tem mostrado que o bem-estar social é maximizado quando cada empresa em uma determinada economia maximiza seu valor de mercado”, o que corrobora a hipótese de que a maximização da riqueza dos acionistas satisfaz melhor à dimensão “sociedade”. Segundo o autor, a dimensão “empresa” também é mais bem atendida pela teoria da maximização da riqueza dos acionistas, pois “como é matematicamente impossível maximizar em mais de uma direção, um comportamento com propósito lógico requer uma única função-objetivo, e não múltiplos objetivos conforme apregoado pela teoria dos *stakeholders*”. Com relação à dimensão profissional, JENSEN (2001: 9) argumenta que a teoria dos *stakeholders* não especifica como os gestores deverão efetuar os *trade-offs* entre os interesses conflitantes, isentando-os da responsabilidade pelos seus atos, já que a teoria dos *stakeholders* não fornece um critério objetivo para a tomada de decisão e tampouco uma maneira objetiva para a avaliação de desempenho.

O texto é estruturado da seguinte maneira: a seção dois define conceitualmente o termo função-objetivo da empresa; a seção três apresenta a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*; a seção quatro apresenta a teoria da maximização da riqueza do acionista; a seção cinco desenvolve algumas críticas à teoria dos *stakeholders*, expondo suas principais fragilidades conceituais; a seção seis apresenta a abordagem da maximização do valor

<sup>1</sup> O termo *trade-off* é utilizado no presente texto para designar os pontos de troca de uma escolha pela outra.

<sup>2</sup> No presente texto, considera-se o conceito de maximização da riqueza dos acionistas similar ao conceito de maximização do valor da empresa.

<sup>3</sup> O termo econômico *externalidade* significa uma situação na qual os tomadores de decisão não carregam totalmente as conseqüências relativas a custos ou benefícios pelas suas escolhas ou ações. Um exemplo de externalidade ocorre quando uma empresa polui o ambiente lançando detritos em um rio sem pagar pelo direito de fazer isso às partes que estão abrindo mão da água limpa.

“iluminada” de JENSEN (2001), que propõe integrar as duas visões sob uma única concepção; e a seção sete apresenta as considerações finais do trabalho.

## 2. FUNÇÃO-OBJETIVO DA EMPRESA

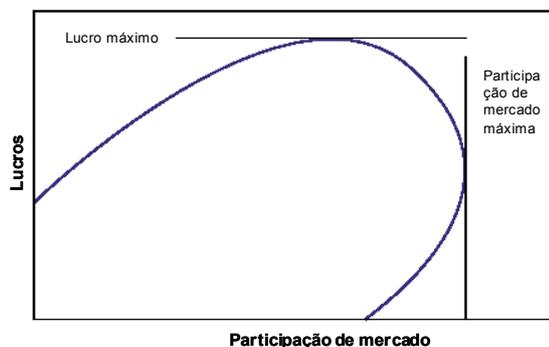
De acordo com JENSEN (2001: 10), a discussão sobre o objetivo da empresa envolve duas questões:

- A empresa deve possuir uma única função-objetivo?
- Caso positivo, o objetivo a ser atingido deve ser a maximização do valor da empresa ou algum outro objetivo, como a manutenção de empregos ou a maximização da participação de mercado (*market share*)?

Segundo o autor, a questão principal, mais importante e geralmente não discutida, é definir se a empresa deve possuir uma única função-objetivo ou se ela deve perseguir múltiplos objetivos. Dessa forma, ao invés de a discussão ser estruturada como teoria dos acionistas *vs* teoria dos *stakeholders*, ela deveria ser formada na busca por um único objetivo corporativo *vs* busca por múltiplos objetivos. Como exemplo, imagine-se que uma empresa deseje tanto aumentar os seus lucros quanto a sua participação de mercado (Figura 1). Dentro de uma faixa de aumento de participação de mercado, a empresa também obterá crescimento nos lucros. Entretanto, a partir de determinado ponto, o aumento na participação de mercado somente será proporcionado mediante a redução dos lucros da empresa no período corrente, seja por aumento nos investimentos em pesquisa e desenvolvimento, seja por aumento de despesas com propaganda ou promoções para promover crescimento de vendas. Neste caso, será logicamente impossível maximizar ambas as variáveis, o que leva a uma situação em que o administrador precisará de um *trade-off* entre lucros e participação de mercado. Em uma situação de múltiplos objetivos, na qual a empresa visasse maximizar os lucros correntes e a participação de mercado, o administrador não teria critérios claros para definir os *trade-offs* e, portanto, para tomar decisões. Nesta situação de múltiplos objetivos, a decisão seria tomada com base em critérios subjetivos do gestor, podendo levar a ineficiências decorrentes de limitações técnicas ou do problema de agência. No caso da definição de um único objetivo (lucro máximo ou participação de

mercado), o gestor teria um critério lógico para a tomada de decisão e para a avaliação do seu desempenho.

Figura 1 – *Trade-off* entre lucro e participação de mercado



Fonte: JENSEN (2001: 10).

Com base nos argumentos apresentados no exemplo acima, JENSEN (2001: 10) afirma que é impossível a empresa obter sucesso perseguindo múltiplos objetivos, pois fatalmente acabará não os alcançando. Segundo o autor, a tentativa de maximizar diversos objetivos causará problemas ao gestor na definição dos *trade-offs* para a tomada de decisões, o que, por fim, deixará a empresa sem objetivo algum. Em resumo, o autor afirma que “múltiplos objetivos significa não ter objetivos”. Como consequência, uma maneira de a empresa resolver esse impasse seria a especificação de uma única função-objetivo que englobasse os efeitos das decisões sobre todas as variáveis<sup>4</sup>. A alta administração deve decidir que objetivo global, ou variável principal, será perseguido: lucros, empregos, vendas, crescimento, valor, etc. Apesar de não se poder assegurar que a função definida será maximizada, ou mesmo que a maximização resultará em melhor desempenho da empresa, poder-se-á ao menos garantir que as decisões serão tomadas nesse sentido, minimizando a existência de conflitos e fornecendo critérios lógicos para a tomada de decisão e uma melhor avaliação dos executivos.

<sup>4</sup> Matematicamente, essa solução seria equivalente a deixar algumas variáveis constantes (atender a determinados objetivos das variáveis secundárias), maximizando a variável escolhida (variável principal ou função-objetivo da corporação).

### 3. CONCEITOS SOBRE A TEORIA DE EQUILÍBRIO DOS INTERESSES DOS *STAKEHOLDERS*

Segundo FREEMAN e MCVEA (2000: 2), a primeira aparição do termo *stakeholder* no campo da Administração deu-se em um memorando interno do Instituto de Pesquisa de Stanford (Stanford Research Institute – SRI) em 1963. A idéia inicial era designar com essa palavra “todos os grupos sem os quais a empresa deixaria de existir”. Nessa lista estariam inclusos acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores e a sociedade. De acordo com o estudo, os gestores deveriam entender as preocupações dos *stakeholders* para desenvolver objetivos a serem apoiados por eles. FREEMAN (1984) definiu o termo *stakeholder* como “qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa”, definição mais utilizada atualmente. JENSEN (2001: 9) critica essa definição ao argumentar que, sob determinada interpretação, ela consideraria o meio ambiente, terroristas e criminosos como *stakeholders*, por estes poderem substancialmente afetar ou serem afetados pelo bem-estar da empresa.

A teoria dos *stakeholders* possui suas raízes principalmente na sociologia, no comportamento organizacional e na política de interesses de grupos específicos, podendo ser definida, segundo FREEMAN e MCVEA (2000: 2), como a formulação e implementação, pelos administradores, de processos que satisfaçam todos os grupos que tenham interesses em jogo na empresa. A principal tarefa nesse processo seria gerenciar e integrar os relacionamentos e os interesses de acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, comunidades e outros grupos, de modo a assegurar o sucesso da empresa a longo prazo. Em resumo, trata-se de uma abordagem administrativa que enfatiza o gerenciamento ativo do ambiente do negócio, dos relacionamentos entre os participantes, e a conseqüente promoção dos diferentes interesses.

DONALDSON e PRESTON (1995: 68), por sua vez, apresentam a teoria dos *stakeholders* como a tese de que todas as pessoas ou grupos com interesses legítimos que participam de uma empresa, fazem-no para obter benefícios e, portanto, não existem motivos para a priorização de um conjunto de interesses em detrimento de outro.

Segundo os autores, a teoria dos *stakeholders* não parte necessariamente do pressuposto de que os gestores são o único foco legítimo de controle corporativo e governança. DONALDSON e PRESTON (1995) afirmam que há uma multiplicidade de definições de *stakeholder*, variando de acordo com sua abrangência. Em um pólo, há exemplos de definição muito abrangentes, como: *stakeholder* é qualquer ator (pessoa, grupo, entidade) que tenha uma relação ou interesses (diretos ou indiretos) com ou na organização. No pólo oposto, há exemplos de definição restrita, como: *stakeholders* primários são atores (ou categorias de atores tais como empregados, gerentes, fornecedores, proprietários/acionistas e clientes), portadores de interesses e expectativas em relação à organização, sem os quais a organização não seria viável.

FREEMAN e MCVEA (2000) também observam que a teoria dos *stakeholders* vem-se desenvolvendo dentro de quatro linhas distintas de pesquisa da Administração de Empresas nos últimos vinte anos. Os autores identificam tais linhas como: planejamento corporativo, teoria de sistemas, responsabilidade social corporativa e teoria organizacional. Na linha do planejamento estratégico, surge a concepção de que estratégias de sucesso são aquelas que integram os interesses de todos os *stakeholders* ao invés de maximizarem a posição de um único grupo em detrimento dos demais. Por sua vez, na linha da teoria de sistemas e da teoria organizacional enfatiza-se a idéia de que as empresas são sistemas abertos que se relacionam com diversas partes externas a eles, tornando-se necessária, portanto, a elaboração de estratégias coletivas que otimizariam o sistema como um todo, além do reconhecimento de todos os relacionamentos dos quais as empresas dependem para sobreviver a longo prazo. Finalmente, a linha da responsabilidade social corporativa não poderia ser considerada um grupo teórico formalizado, mas uma série de abordagens de casos empresariais e de testes empíricos que buscariam enfatizar e demonstrar a importância da construção de relacionamentos fortes e confiáveis e de uma boa reputação com todos os grupos externos à organização para o sucesso de uma administração.

DONALDSON e PRESTON (1995: 67) também observam que a teoria dos *stakeholders* revela-se sob aspectos diversos e alternativos, podendo ser caracterizada como descritiva, instrumental e

normativa. Em relação ao aspecto descritivo, BRENNER e COCHRAN (1991) oferecem dois propósitos para a teoria: descrever como as organizações operam e auxiliar no prognóstico do comportamento organizacional. Dessa forma, a teoria seria utilizada para descrever, e algumas vezes explicar, comportamentos específicos e características das empresas. Em relação ao aspecto instrumental, a teoria seria utilizada para identificar conexões, ou a ausência delas, entre a administração dos *stakeholders* e o alcance de tradicionais objetivos das empresas, como lucratividade e crescimento. Finalmente, para a visão normativa, a teoria seria utilizada para interpretar a função da empresa, incluindo a identificação de princípios morais e filosóficos que norteassem as operações e a administração das organizações. DONALDSON e PRESTON (1995: 79) enfatizam que o aspecto normativo seria o que mais facilmente justificaria a teoria dos *stakeholders*, já que nele não se assume qualquer hipótese, como no aspecto instrumental, mas sim afirmações categóricas envolvendo questões e valores morais. Dessa forma, EVAN e FREEMAN (1988) adotam a postura normativa para justificar a teoria dos *stakeholders*, pois os autores, seguindo a linha kantiana de pensamento filosófico, afirmam que cada grupo de *stakeholder* teria o direito de ser tratado como um fim em si mesmo e não como um meio para outro fim, como, por exemplo, a maximização da riqueza dos acionistas. Para DONALDSON e PRESTON (1995: 84), os três aspectos da teoria dos *stakeholders* estariam inter-relacionados da seguinte forma: o aspecto descritivo seria a concha externa da teoria, ou seja, apresentaria e explicaria os relacionamentos observados no mundo externo; o aspecto instrumental da teoria, por sua vez, apoiaria o aspecto descritivo por meio da realização de pesquisas empíricas que relacionassem práticas e desempenhos organizacionais, enquanto o núcleo da teoria estaria no aspecto normativo.

Outros autores, como HILL e JONES (1992), buscam relacionar a teoria dos *stakeholders* com a teoria de agência, criando a teoria de agência dos *stakeholders*, que constituiria uma teoria de agência generalizada. De acordo com essa concepção, os administradores seriam os agentes de todos os *stakeholders*, e estes difeririam entre si de acordo com seu poder e grau de interesse na empresa, o que acarretaria um constante desequilíbrio entre as forças envolvidas. Por sua vez, EVAN e

FREEMAN (1988) afirmam que “a administração tem o dever de salvaguardar o bem-estar da entidade abstrata que é uma empresa”. Logo, a empresa teria que balancear as reivindicações dos múltiplos *stakeholders* para alcançar esse objetivo. Segundo WINDSOR (1999), há correntes que defendem que múltiplos interesses, conforme prescrito na teoria dos *stakeholders*, podem ser balanceados, inclusive com o benefício de obterem as partes vantagens mútuas. Por outro lado, alguns argumentam que interesses podem ser concorrentes e eventualmente conflitantes, não sendo possível, portanto, atendê-los sem que haja prejuízo para alguma das partes.

A gestão baseada nos *stakeholders* argumenta, principalmente, que atenção simultânea deve ser dada aos *stakeholders* mais importantes, tanto no estabelecimento da estrutura organizacional como nas políticas gerais e na tomada de decisões (DONALDSON e PRESTON, 1995). Essa necessidade de atenção simultânea a diversos interesses pressupõe uma função com múltiplos objetivos, que apresenta sérios problemas na definição de critérios lógicos para a tomada de decisão e a avaliação de desempenho, conforme apresentado na seção anterior. Parafraseando um velho adágio, o problema de dar atenção simultânea a diversos interesses é que “quando se tem muitos mestres, acaba-se servindo a nenhum”. Em resumo, observa-se que a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* vem se desenvolvendo ao longo de várias décadas por meio de distintas linhas de pesquisa, sem uma formalização conceitual robusta e unificada.

#### 4. CONCEITOS SOBRE A TEORIA DA MAXIMIZAÇÃO DA RIQUEZA DOS ACIONISTAS

A teoria da maximização da riqueza dos acionistas possui suas raízes nas teorias de economia e finanças. Segundo JENSEN (2001: 9), a maioria dos economistas financeiros, se perguntados sobre a função-objetivo da corporação, simplesmente responderiam que os executivos devem utilizar um critério claro e lógico para tomar decisões e ter seu desempenho avaliado, e que esse critério deve ser a maximização do valor da empresa. Esse argumento é corroborado pela maioria dos livros-texto de administração financeira, conforme BREALEY e MYERS (2000),

que afirmam que o administrador financeiro deve agir em interesse dos proprietários, que têm por objetivo maximizar a sua própria riqueza. Um argumento simples, exposto por SUNDARAM e INKPEN (2001), é essa abordagem ter sido a predominante nos últimos 150 anos, período em que nenhuma outra se mostrou mais eficiente.

As principais teses sobre a teoria da firma desenvolvidas no campo da economia ressaltam que deve caber aos proprietários o direito sobre os resíduos (lucros) e a tomada de decisões na empresa. ALCHIAN e DEMSETZ (1972) afirmam que a existência da firma se dá porque é necessário lidar com os problemas criados pelos conflitos de interesse entre membros de uma equipe de produção. Segundo os autores, a necessidade de uma equipe para a produção de um determinado bem surge como resultado das interdependências resultantes da especialização da mão-de-obra. Essa interação sinérgica, que faz com que o resultado do esforço coletivo seja maior do que o alcançado pela soma dos esforços individuais, torna difícil, e eventualmente impossível, isolar a contribuição de um único indivíduo para o valor da produção. A sinergia aumenta a produtividade da organização em equipe, mas a dificuldade crescente, causada pela sinergia, em mensurar e atribuir recompensas para isolar a produção marginal de um determinado indivíduo faz com que o problema do oportunismo<sup>5</sup> se torne importante. Esse oportunismo decorre da tendência de cada indivíduo da equipe de maximizar sua utilidade pessoal, mesmo que às custas do esforço da equipe. Como os ganhos decorrentes da fuga do trabalho tendem a ser usufruídos pelo indivíduo oportunista e os custos tendem a ser difundidos por toda a equipe, a maximização da utilidade faz com que os membros da equipe se comportem de forma a comprometer a eficiência da equipe. Segundo ALCHIAN e DEMSETZ (1972), o problema do oportunismo é reduzido pela presença de um monitor (agente central) que seja capaz de construir um sistema organizacional eficaz de incentivos, contendo: salários fixos para os empregados; esforços de monitoramento empreendidos pelo proprietário-gestor (com poder para demitir e promover empregados); e uma compensação ao proprietário-gestor decorrente exclusivamente do resíduo monetário após a firma pagar todos os seus custos

contratados. Em resumo, o controle da quantidade de atitudes oportunistas se dá pela supervisão da mão-de-obra e pelo alinhamento de interesses com base na retenção do lucro pelo proprietário-gestor.

Além do argumento conceitual da teoria da firma em favor do direito residual dos acionistas, a argumentação tradicional afirma que, como os acionistas são os *stakeholders* que carregam mais risco e menos direitos legais em relação à corporação, é em favor deles que as decisões devem ser tomadas. Sob esse ponto de vista, todos os participantes da corporação possuem contratos explícitos ou implícitos que lhes permitem saber de antemão com quanto e quando serão remunerados, exceto os acionistas. Com relação à hierarquia de recebimentos, o risco do acionista é maior, pois ele somente receberá remuneração se todos os outros públicos de interesse forem antes remunerados. Ademais, no caso de não recebimento de remuneração periódica por serviços prestados, qualquer *stakeholder* (por exemplo, um fornecedor de insumos ou um credor) possui o direito de acionar judicialmente a companhia, podendo levá-la à falência, novamente com exceção dos acionistas. Por fim, no caso de problemas de competitividade da companhia, todos os *stakeholders* podem deixar de renovar seus contratos e migrar para outras companhias (os empregados, por exemplo, podem mudar de emprego, os fornecedores podem deixar de vender insumos, os credores podem deixar de emprestar recursos, etc.), enquanto os acionistas permanecem como os únicos *stakeholders* com “fundos perdidos” na companhia<sup>6</sup>.

Em razão dos motivos expostos acima, JENSEN *apud* SILVEIRA (2002: 5) afirma que

[...] conceder o controle a qualquer outro grupo que não aos acionistas seria o equivalente a permitir que este grupo jogasse *poker* com o dinheiro dos outros, criando ineficiências que levariam à possibilidade de fracasso da corporação. A negação implícita desta proposição é a falácia que se esconde por trás da chamada teoria dos *stakeholders*.

SUNDARAM e INKPEN (2001) ressaltam ainda que qualquer desvio do objetivo de maximizar a riqueza do acionista pode levar a um incremento do problema de agência, originado pela separação entre propriedade e controle.

<sup>5</sup> Tradução livre do termo *shirking*.

<sup>6</sup> Tradução livre do termo *sunk funds*.

Observando a teoria da maximização da riqueza sob o aspecto normativo, os executivos da companhia são representantes dos acionistas e designados pelo Conselho de Administração, que, por sua vez, é eleito pelos acionistas. Dessa forma, cabe aos executivos tomar decisões em função do melhor interesse dos acionistas, e não equilibrar interesses em favor de todos os públicos envolvidos com a companhia. Além dos aspectos abordados em favor da teoria da maximização da riqueza dos acionistas, SUNDARAM e INKPEN (2001) enfatizam que, ao maximizar o valor para o acionista, todo o valor da empresa estaria sendo maximizado, isto é, tal objetivo estaria favorecendo todos os envolvidos com a empresa que tivessem interesse em seu sucesso a longo prazo, ou seja, todos os *stakeholders* seriam beneficiados ao maximizar-se a possibilidade de sobrevivência da corporação no longo prazo.

## 5. CRÍTICAS À TEORIA DE EQUILÍBRIO DOS INTERESSES DOS *STAKEHOLDERS*

JENSEN (2001: 9) afirma que, além de a teoria dos *stakeholders* possuir suas raízes na sociologia, no comportamento organizacional e nas políticas de grupos específicos, ela atende também aos interesses pessoais dos executivos, porque os deixa livres para tomar decisões com base em seu livre-arbítrio e não os obriga a serem avaliados com base em critérios objetivos. Segundo JENSEN (2001: 9), a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* não deve nem mesmo ser vista como uma legítima concorrente da teoria da maximização do valor da empresa, já que não fornece uma completa especificação do propósito da corporação ou da função-objetivo da empresa. De acordo com o autor, sem uma missão clara fornecida por um único objetivo corporativo

[...] as companhias que adotam a teoria dos *stakeholders* acabarão passando por confusão gerencial, conflito, ineficiência e, talvez, fracasso corporativo. Ademais, o mesmo destino provavelmente deverá ser visitado pelas companhias que utilizam a chamada abordagem do *Balanced Scorecard*<sup>7</sup> – o equivalente gerencial da teoria de equilíbrio dos *stakeholders* – como sistema para avaliação de desempenho.

Uma crítica muito comum à teoria do *stakeholder* está relacionada à sua dificuldade de implementação. Esse argumento é mencionado inclusive pelos autores que defendem essa abordagem, como FREEMAN e MCVEA (2000), que destacam a dificuldade de identificar os *stakeholders*, o seu grau de relevância para a organização, os seus objetivos e necessidades e a maneira de conciliá-los para uma gestão bem-sucedida baseada no *stakeholder*. Segundo os autores, na ausência de um critério justo de decisão, a dificuldade em atender a todos os distintos interesses dos públicos envolvidos levará, certamente, a uma situação de conflito.

Diversos autores consideram a teoria dos *stakeholders* uma doutrina que, na realidade, prejudicaria a empresa e seu desempenho a longo prazo. Além da falta de objetivos claros e únicos e da dificuldade de identificação dos *stakeholders* mais importantes para a empresa, a negação dos direitos de propriedade, a falta de governança corporativa, a retórica utilizada por políticos e alguns pesquisadores e administradores na discussão do tema são alguns dos motivos e efeitos danosos aos quais se credita a fragilidade de tal teoria.

Para STERNBERG (1999), a teoria dos *stakeholders* seria incompatível com a definição de objetivos substantivos, já que o objetivo da teoria de balancear benefícios para todos os envolvidos excluiria os objetivos que favorecessem grupos em particular, ou seja, renegaria a maximização do valor da empresa a longo prazo. STERNBERG (1999) também argumenta que a responsabilidade múltipla atribuída à empresa dificultaria o estabelecimento de objetivos claros e de maior importância, uma vez que cada grupo estabeleceria suas prioridades e definiria seus próprios objetivos, acarretando diversos problemas estratégicos para a organização. Além disso, SUNDARAM e INKPEN (2001) também observam que a existência de muitos objetivos seria a receita certa para a confusão e, mais ainda, possibilitaria o abuso de poder por parte dos administradores. Seguindo o mesmo argumento, STERNBERG (1999) explica que os administradores se veriam sem padrões ou parâmetros claros e bem definidos de avaliação de

---

<sup>7</sup> Formulada por KAPLAN e NORTON (1997).

desempenho, o que os levaria a tomar decisões com base exclusivamente em seu juízo gerencial<sup>8</sup>.

Assim sendo, para STERNBERG (1999), trabalhar para o alcance do objetivo da teoria dos *stakeholders* seria impossível, já que a teoria não estabelece qualquer diretriz para a identificação dos envolvidos que teriam seus benefícios levados em consideração e balanceados, ou do modo de balanceamento desses benefícios e interesses conflituosos. Enfim, para tal teoria tornar-se passível de tratamento, seria necessário o estabelecimento de objetivos substantivos que ela explicitamente rejeita. STERNBERG (1999) conclui que a teoria dos *stakeholders* também seria, portanto, incompatível com a governança corporativa. Assim sendo, JENSEN (2001) argumenta que a teoria dos *stakeholders* colocaria nas mãos dos administradores a possibilidade de eles perseguirem seus próprios interesses às custas dos direitos dos demais envolvidos financeiramente na empresa e da própria sociedade.

Outro ponto bastante criticado por estudiosos contrários à teoria dos *stakeholders* refere-se à responsabilidade que a empresa teria por todos os envolvidos, isto é, por todos que fossem afetados ou afetassem as operações da organização. Para STERNBERG (1999), os envolvidos mais afetados pelo desempenho de uma empresa seriam seus próprios acionistas, pois estes assumiriam o risco residual. Nesse sentido, de acordo com SUNDARAM e INKPEN (2001), os *stakeholders* possuiriam proteção contratual e legal de seus interesses, diferentemente dos acionistas, que apenas possuiriam direitos residuais, ou seja, teriam direito aos fluxos de caixa somente depois que todos os compromissos com outros envolvidos, como credores, funcionários, fornecedores e Estado, fossem resolvidos e pagos.

Para STERNBERG (1999), o fato de a empresa afetar um grupo é bem diferente de ela ser responsável por esse grupo. A autora afirma que membros da sociedade poderiam cessar sua cooperação com a empresa a qualquer instante, mas não teriam autoridade para obrigar as empresas a serem responsáveis por eles. Tal obrigação de responsabilidade social é caracterizada como uma ameaça feita pela sociedade às empresas. JENSEN (2001) argumenta que o bem-estar social é

maximizado quando todas as empresas buscam maximizar seu próprio valor, haja vista que o valor da firma seria simplesmente o valor de mercado de longo prazo dos fluxos esperados de benefícios.

Por sua vez, STERNBERG (1999) ainda trata de questões como propriedade, agência e riqueza. Para a pesquisadora, a teoria dos *stakeholders* solapa a propriedade privada, pois tal nega aos proprietários o direito de determinar para que fim eles usarão sua propriedade. Além disso, para a autora, a teoria nega o dever de lealdade que os agentes devem ao principal, já que propõe que os agentes seriam responsáveis por todos os *stakeholders* e não apenas pelo principal. No caso da riqueza, STERNBERG (1999) observa que os benefícios para a sociedade somente serão gerados se houver a maximização do valor da empresa para os investidores; caso contrário, não haverá qualquer tipo de investimento e nenhuma riqueza ou benefício será gerado.

Na política, STERNBERG (1999) observa uma forte ameaça da teoria dos *stakeholders* para a liberdade individual e para a economia, pois, através da retórica de pluralismo e de sociedade inclusiva, o Estado estaria impondo controles que já foram proclamados em nome do socialismo e que agora estariam sendo racionalizados por meio da teoria dos *stakeholders*.

Por fim, para JENSEN (2001), a teoria dos *stakeholders* seria uma prescrição para a destruição do valor da empresa e para uma redução do bem-estar social. Segundo JENSEN *apud* SILVEIRA (2002: 5), os proponentes da teoria dos *stakeholders* não explicam como os conflitos entre diferentes *stakeholders* deveriam ser resolvidos: “esta teoria deixa os executivos sem qualquer princípio para tomada de decisão, fazendo-os responsáveis por ninguém a não ser por suas preferências pessoais – ironicamente o oposto do que os defensores da teoria dos *stakeholders* desejam alcançar”.

## **6. A ABORDAGEM DA MAXIMIZAÇÃO DO VALOR “ILUMINADA” DE JENSEN (2001)**

JENSEN (2001: 8) reconhece que apenas aceitar a teoria da maximização da riqueza dos acionistas (o equivalente a maximizar o valor da empresa) não assegura que a empresa terá sucesso; seria necessário complementar esse critério para a tomada de decisão e a avaliação de resultados com

<sup>8</sup> Tradução livre do termo *managerial discretion*.

uma visão estratégia e tática que unisse e motivasse os participantes da organização na luta pela sobrevivência da empresa. Segundo o autor, “uma empresa não consegue maximizar seu valor se ignorar os interesses dos seus *stakeholders*”. Sob essa óptica, cabe aos executivos não apenas satisfazer os interesses dos *stakeholders*, mas garantir seu apoio às ações da corporação.

JENSEN (2001: 9) propõe uma nova abordagem para a função-objetivo da corporação, que une os conceitos das teorias de maximização do valor e de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*. Esta abordagem é denominada pelo autor de maximização do valor “iluminada” e é idêntica à que o autor chama de teoria dos *stakeholders* iluminada. Segundo JENSEN (2001: 9), a teoria de maximização do valor iluminada utiliza a maior parte da estrutura da teoria dos *stakeholders*, adotando, porém, a maximização do valor de longo prazo da empresa como critério para a tomada de decisões corporativas e para a definição dos *trade-offs* entre seus *stakeholders*. A teoria dos *stakeholders* iluminada, de maneira similar, foca sua atenção no atendimento das demandas das partes interessadas mais importantes da companhia, especificando, porém, a maximização do valor de longo prazo como o objetivo da empresa.

## 7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Tendo por base a premissa de que no cerne da atual discussão sobre modelos de gestão e de governança corporativa está uma notável divisão de opinião sobre o propósito fundamental da corporação privada, a iniciativa do presente trabalho partiu da percepção de que a concepção e a implementação de modelos de gestão e de governança corporativa eficazes dependem de respostas a questões básicas e fundamentais, como: qual é o objetivo da empresa? No interesse de quem devem ser tomadas as decisões? Como se define o que é melhor *versus* pior para a corporação? O fato de não haver um consenso entre as pessoas do campo da Administração de Empresas sobre a função-objetivo da corporação é um indicador da infância da ciência da administração e da dificuldade de alcance de sucesso dos modelos de gestão e de governança corporativa.

O trabalho abordou de maneira crítica a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*,

apresentando suas origens, conceitos, aspectos positivos e negativos, comparando-a com a teoria da maximização da riqueza dos acionistas e apresentando uma abordagem unificadora proposta por JENSEN (2001). A análise enfatizou as fragilidades conceituais da teoria dos *stakeholders*, levando à consideração da teoria da maximização da riqueza dos acionistas como uma função-objetivo da corporação mais robusta conceitualmente para o atendimento das três dimensões de interesse definidas:

- dimensão sociedade: o maior bem-estar social é alcançado quando todas as empresas em um determinado ambiente procuram maximizar seu valor de mercado<sup>9</sup>;
- dimensão empresa: as empresas obtêm máxima produtividade e eficiência quando possuem uma única função-objetivo, dada pela maximização do seu valor de longo prazo;
- dimensão profissional: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas dá aos executivos um critério lógico para a tomada de decisão e para a avaliação de seu desempenho.

O trabalho pretende suscitar o interesse pela elaboração de pesquisas empíricas que visem testar as hipóteses conceituais construídas acerca das conseqüências geradas pela adoção da teoria dos *stakeholders* e pela aceitação da teoria de maximização do valor da empresa.

## 8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, Nashville, v. 62, p. 777-795, 1972.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Principles of Corporate Finance*. New York: Irwin-McGraw Hill, 2000.
- BRENNER, S. N.; COCHRAN, P. The Stakeholder Theory of The Firm: Implications for Business and Society Theory and Research. In: MAHON, J. F. (ed.) *Proceedings of the International Association for Business and Society*. Sundance, UT:

---

<sup>9</sup> Conforme exposto no texto, na ausência de externalidades e monopólios.

- International Association for Business and Society, 1991. p. 449-467. em: <<http://ssrn.com/abstract=293219>>. Acesso em: 21 de jan. de 2005.
- DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, Ohio, v. 20, p. 65-91, 1995. WINDSOR, D. Can Stakeholder Interests be balanced? In: IABS 1999. 10, 1999, Paris. *Proceedings...* Paris: [s.n], 1999. p. 476-481.
- EVAN, W.; FREEMAN, R. E. *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism. Ethical Theory and Business*. 5. ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1988.
- FREEMAN, R. E.; McVEA, J. A stakeholder approach to strategic management. In: HITT, M.; FREEMAN, E.; HARRISON, J. *Handbook of strategic management*. Oxford: Blackwell Publishing, 2000. p. 189-207.
- FREEMAN, R. E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984.
- HILL, C. W. L.; JONES, T. M. Stakeholder-agency Theory. *Journal of Management Studies*, Oxford, v. 9, p. 131-154, 1992.
- JENSEN, M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, [S.l], v. 14, n. 3, p. 8-21, Fall 2001.
- KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. *A Estratégia em Ação – Balanced Scorecard*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1997.
- SILVEIRA, A. Di M. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2002. 152p.
- STERNBERG, E. *The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine*. Foundation for Business Responsibilities, Issue Paper n. 4, Nov. 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=263144>>. Acesso: em 21 de jan. 2005.
- SUNDARAM, A.; INKPEN, A. *The Corporate Objective Revisited*. Thunderbird School of Management Working Paper, Oct. 2001. Disponível