

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

VALTER DE CARVALHO

**SHAREHOLDERS OU STAKEHOLDERS – POR QUAIS
INTERESSES SÃO TOMADAS AS DECISÕES DOS CFOs?**

São Paulo

2017

VALTER DE CARVALHO

**SHAREHOLDERS OU STAKEHOLDERS – POR QUAIS INTERESSES
SÃO TOMADAS AS DECISÕES DOS CFOs?**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a
obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Dr. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

S586f	<p>Carvalho, Valter</p> <p>Shareholders ou Stakeholders – Por quais interesses são tomadas as decisões dos CFOs? / Valter de Carvalho. - - São Paulo, 2017.</p> <p>60 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira</p> <p>Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.</p> <p>1. Governança corporativa – Brasil. 2. Responsabilidade social da empresa. 3. Administração de empresas - Processo decisório 4. Empresas – Finanças. 5. Acionistas.</p> <p>CDD 658.400981</p>
-------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

VALTER DE CARVALHO

**SHAREHOLDERS OU STAKEHOLDERS – POR QUAIS INTERESSES SÃO
TOMADAS AS DECISÕES DOS CFOS?**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

Prof^a. Dr^a. Cláudia Emiko Yoshinaga

São Paulo, 02 de maio de 2017.

Dedicatória

Dedico este trabalho à minha mãe, Amélia Domingas de Carvalho, enferma há anos e que do leito de uma cama ainda me inspira, como me inspirou em minha infância, nos primeiros passos como aluno, me incentivando, cobrando de mim que fosse aplicado aos estudos, elogiando minhas conquistas e me apoiando em meus fracassos, para que eu os revertesse.

Nas noites em que eu retornava da faculdade, sempre à minha espera, apesar das altas horas, atenta aos assuntos do dia encerrado e me apoiando para que enfrentasse, com ânimo, os desafios do dia seguinte.

A lembrança de vê-la ao meu lado, ainda que discretamente, nos momentos em que, criança, fui premiado por redações, pesquisas ou trabalhos, traz-me à mente como ela estaria feliz presenciando esta nova conquista.

Ainda que não esteja presente, dedico a ela este momento, na certeza de que em seu coração de mãe, esteja ciente desta vitória, que também é dela e de seu exemplo e motivação, desde minha primeira palavra escrita, com o apoio de sua mão.

Agradecimentos

Agradeço, primeiramente, a Deus, pela oportunidade de completar mais um ciclo e atingir mais um objetivo em minha vida. Agradeço pelo dom da vida e da inteligência e, quando houve ausência de inteligência, pelo dom da determinação.

Agradeço aos meus pais Orival e Amélia, por terem me mostrado, apesar de seus poucos estudos, que o único caminho para vencer é o do conhecimento, da determinação e da luta honesta e diária pelos objetivos.

Agradeço ao meu irmão Antonio, por ter sido, sempre, um professor para mim e por ter sido uma de minhas inspirações para a busca pelo Mestrado.

Agradeço aos Professores da Fecap, que ao longo deste curso mostraram a diferença entre ensinar e motivar a aprendizagem, já que isto é, também, em sua essência, uma valiosa forma de ensinar.

Agradeço ao Prof. Dr. Alexandre, meu orientador, por ter aceitado participar comigo do desafio deste trabalho e pelo apoio em todos os momentos.

Agradeço ao Prof. Dr. Wilson e à Prof^ª. Dr^ª. Cláudia por terem aceitado o convite a integrarem a banca, tendo apresentado comentários e sugestões pertinentes para a melhoria deste trabalho.

Agradeço aos colegas de curso, com quem compartilhei momentos de preocupação, diversão, parceria e amizade.

Agradeço aos meus amigos, que souberam compreender meus momentos de ausência, nestes dois anos, sabedores de que eu estava envolvido na busca do atingimento de um objetivo.

Agradeço aos meus amados filhos Vítor e Vivian, pelo apoio e amizade, sempre me incentivando e estando ao meu lado para a conclusão do curso e deste trabalho, me cobrando nos momentos em que fraquejei, sendo motivações e exemplos de que a minha conquista seria uma conquista da família. O bom humor dos dois sempre me motivou e me motiva a enxergar a vida com olhos de jovem.

Agradeço à minha amada esposa Nádia, pela extrema compreensão ao longo desses dois anos, sendo companheira, motivadora, cobradora, abrindo mão de minha presença física nas noites de segundas e terças-feiras, e de minha presença emocional nos momentos em que, recolhido ao computador, estive de corpo presente, mas sem poder lhe dar a devida atenção. Sua compreensão me impulsionou para que a conclusão ocorresse com a maior brevidade possível, para que eu pudesse voltar à sua companhia, levando comigo o objetivo atingido.

Obrigado a todos e até àqueles que, em algum momento, não acreditaram em mim, pois isso também contribuiu para minha superação, minha motivação, minha fé em Deus e minha crença em meu potencial e capacidade.

Muito obrigado!

Resumo

É antiga a discussão, dentro do espectro da Governança Corporativa, sobre qual é o real papel das empresas. Destacam-se duas teorias antagônicas: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas (*shareholders*) e a teoria do equilíbrio de interesses das partes interessadas (*stakeholders*). O modelo de Governança no Brasil, conforme estudos e pesquisas, apresenta maior foco na busca de atingimento dos interesses das empresas e dessa forma, espera-se que os administradores das empresas situadas no Brasil, através de suas ações e decisões, estejam alinhados ao atingimento desses objetivos. Neste trabalho, buscou-se conhecer, em especial, em favor de quais interesses tomam decisões os profissionais do primeiro nível financeiro, os CFOs – *Chief Financial Officers*, em português, Diretores(as) Financeiros (as), atuantes em empresas situadas no Brasil. Através da realização de pesquisa junto a esses profissionais, pôde-se constatar que há a tendência pelo equilíbrio na escolha por decisões que vão ao encontro dos interesses dos *shareholders* e dos *stakeholders*, sinalizando que, em verdade, suas decisões buscam o atingimento dos melhores resultados da empresa. Dessa forma, os CFOs, em sua maioria, apresentam atuação interessante tanto para *shareholders* como para *stakeholders*, uma vez que uma empresa que atinja melhores resultados e maximize suas riquezas, oferecerá aos dois grupos, perenidade de resultados e benefícios.

Palavras-chave: Governança corporativa; Teoria de agência; Teoria de equilíbrio dos interesses das partes interessadas; Teoria de maximização de riqueza dos acionistas; Responsabilidade social empresarial.

Abstract

Within the corporate governance spectrum, the debate about which is the companies' real role is old. Two antagonistic theories stand out: the theory of shareholders and the theory of stakeholders. The governance model in Brazil, according to studies and researches, presents a higher focus in the support to the companies' interests, in consequence it is expected that the managers of the companies located in Brazil, through their actions and decisions be aligned with these targets. In this paper, the objective is to get to understand in the interest of whom do Chief Financial Officers – CFOs, who work in companies located in Brazil, make their decisions. By conducting a survey with these professionals, it was noticed that there is a tendency towards a balance in the choice of decisions that seek to meet the interests of shareholders and stakeholders, signaling that, in fact, their decisions seek to obtain the companies' best results. Therefore, the majority of CFOs have an interesting behavior towards shareholders as well as stakeholders, since a company that achieves better results and maximizes its wealth, offers for both groups perennial benefits and results.

Keywords: Corporate governance; Agency theory; Balances of the interests of stakeholders; Theory of maximization of shareholders' wealth; Corporate social responsibility.

1 Introdução

A gestão das empresas tem se apresentado mais complexa a cada dia, especialmente a partir do final dos anos 1990, com a globalização dos negócios, maior velocidade das informações, aumento do número de fusões, aquisições e consolidações entre empresas. Esses fatos exigem maior eficiência e lucratividade nas operações das companhias e, conseqüentemente, gestores mais bem preparados para a tomada de decisões e para a busca dos resultados esperados por todos aqueles que, de alguma forma, tenham interesses envolvidos no negócio.

A diretoria executiva, composta pelos principais executivos, tem papel fundamental na tomada de decisões estratégicas e na proteção dos interesses das companhias, bem como de seus acionistas e demais partes interessadas. A diretoria, “tem então, como missão, comandar as operações diárias da empresa, visando assegurar sua perenidade e alcançar os objetivos estratégicos definidos pelo conselho de administração” (Silveira, 2015a, p. 158).

Dentre os principais executivos, podemos destacar os Diretores-Presidentes, ou também chamados CEOs – Chief Executive Officers, os Diretores de Operações, ou COOs – Chief Operating Officers, os CCOs – Chief Commercial Officers, os Diretores de Informações, ou CIOs – Chief Information Officers e os Diretores Financeiros, ou CFOs – Chief Financial Officers. Geralmente, os CEOs têm gestão sobre os demais diretores.

Cada um desses profissionais, com sua capacitação específica, tem responsabilidades e objetivos distintos, de acordo com as entregas esperadas das áreas que dirigem e que, somadas, garantam às empresas onde atuam e aos seus acionistas a maximização de riqueza, a criação de valor e o atingimento dos resultados almejados por todas as partes interessadas.

Neste trabalho abordamos, especificamente, as tarefas desempenhadas pelos Diretores Financeiros, doravante chamados de CFOs, a fim de identificarmos se a forma como pensam e tomam as suas decisões está mais voltada ao atendimento dos interesses dos acionistas, a partir daqui chamados de *shareholders* ou das demais partes interessadas, a partir daqui chamadas de *stakeholders*.

Para que se possa abordar esse tema, faz-se necessário ingresso numa discussão antiga e ainda tão atual, que diz respeito a qual deva ser a função das empresas: maximizar a riqueza de seus *shareholders* ou buscar equilíbrio de interesses de seus *stakeholders*?

Entende-se que faça sentido relacionar essa discussão com as atividades dos CFOs, uma vez que esses profissionais, no desempenho diário de suas funções, estão sujeitos à tomada de decisões que transitem entre o atendimento de interesses desses diferentes grupos.

Os CFOs têm, sob sua responsabilidade, as principais ações estratégicas quanto à estrutura de capital, relacionamento junto ao mercado financeiro, captação e aplicação de recursos, fechamentos contábeis, preparação de relatórios financeiros para o mercado e análise de investimentos que possam trazer benefícios à companhia.

Além dessas atribuições, voltadas ao universo financeiro das empresas, percebe-se mudanças no universo de atividades dos CFOs, como veremos em tópico deste trabalho, passando a haver maior participação desses profissionais em aspectos mais amplos e estratégicos das empresas onde atuam.

Dessa forma, seja com participação apenas na esfera financeira ou com uma atuação mais abrangente e estratégica, as decisões desses profissionais podem causar impacto tanto aos interesses dos *shareholders*, como aos interesses dos *stakeholders*,

De acordo com os princípios de Governança Corporativa, os propósitos dos administradores das companhias a serem perseguidos são a busca pela maximização da riqueza dos *shareholders* e o melhor interesse de longo prazo da companhia, de modo a equilibrar os interesses dos *stakeholders* (Silveira, 2015b).

Os escândalos financeiros ocorridos no início da década de 2000, como o caso Enron Corporation, e os mais recentes, como o caso Sadia, no Brasil, em 2008, mostraram que as fraudes através da manipulação das demonstrações contábeis e financeiras, bem como a má gestão financeira, geraram a visão de resultados inflados artificialmente para *shareholders* e *stakeholders* e, ao mesmo tempo, geraram ganhos aos executivos, através de bônus, graças a resultados inverídicos.

Ainda que não sendo o caso de fraudes para geração de bônus, CFOs podem influenciar substancialmente decisões relevantes relativas à estrutura de capital da companhia, como o momento de investir em projetos ou de postergar investimentos.

Essas decisões podem ser tomadas a fim de gerar resultados de curto prazo para as companhias, em detrimento de geração de valor de longo prazo ou maximização de valor de patrimônio dos *shareholders* (Graham, Harvey, & Rajgopal, 2006).

Por outro lado, os CFOs podem ser, em algumas empresas que não tenham estrutura de *Compliance*, os guardiões dos controles internos, administradores da gestão de riscos e garantidores da regularidade dos relatórios financeiros, assegurando, assim, que a empresa tenha, nestes aspectos, adequada Governança.

Apesar dessas disposições apresentadas, nem sempre os *shareholders* pensam da mesma forma, e esperam que os executivos adotem decisões focadas ao atendimento de seus interesses.

Quando os executivos adotam decisões que não vão ao encontro dos interesses dos *shareholders*, temos um conflito denominado problema de agência, de acordo com a teoria desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), chamada de Teoria de Agência, que gera custos para a busca do alinhamento de interesses, que são os custos de representação, também denominados de Custos de Agência.

O objetivo desse trabalho é o de estudar se as decisões por parte dos CFOs, que atuam em empresas instaladas no Brasil, estão direcionadas ao atendimento dos interesses dos *shareholders* ou dos *stakeholders*.

Entender quais os motivadores de tomada de decisões, por parte dos CFOs, pode levar às empresas uma melhor compreensão sobre a forma de pensar de seus profissionais financeiros e adequar ações e controles, a fim de garantir que as suas ações diárias tenham alinhamento com as premissas adotadas pelo Conselho de Administração, quanto aos objetivos das empresas.

Justifica-se conhecer a forma de pensar e de decidir desses profissionais, pois de forma cada vez mais constante, ocupam posições estratégicas, dentro das empresas, seja como parceiros de negócios dos CEOs, seja como agentes transformadores, através das informações geradas e irradiadas pelos seus departamento.

Para o meio acadêmico, essa compreensão insere-se ao tema de Governança Corporativa, já que pouco material sobre a forma de pensar e agir desses profissionais, com esse enfoque, é encontrado na literatura, especialmente no Brasil, sendo mais comum o estudo sobre as motivações de decisões por parte dos CEOs.

A hipótese inicial é de que os CFOs atuem como equilibristas, buscando atender interesses diversos, ora em favor dos *shareholders*, ora em favor dos demais *stakeholders*, e é a confirmação dessa visão que se busca encontrar através deste trabalho.

O trabalho está dividido em cinco partes principais, sendo a primeira esta introdução. A segunda parte traz o referencial teórico, apresentando os temas principais da revisão da literatura. Em seguida, são apresentados os procedimentos metodológicos, seguidos das conclusões encontradas e, por fim, das considerações finais.

2 Referencial Teórico

Neste referencial teórico busca-se apresentar as principais literaturas e, também, as mais recentes, sobre os temas Governança Corporativa, Teoria de Agência, Teoria do Equilíbrio de

Interesses dos *Stakeholders*, Teoria da Maximização da Riqueza dos Acionistas e as responsabilidades dos CFOs, de forma a encontrar as relações existentes entre os temas.

Serão apresentadas definições por parte dos principais autores sobre os temas, além de resultados de pesquisas realizadas por acadêmicos, bem como por instituições independentes.

2.1 Governança corporativa

A respeito da conceituação de Governança Corporativa, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2016) menciona que “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”. Ainda segundo o IBGC (2016), temos que:

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum. (IBGC, 2016, parágrafo 2).

Referindo-nos à definição de Berk e Demarzo (2009, p.916), temos que “o papel do sistema de Governança Corporativa é mitigar o conflito de interesses que resulta da separação entre propriedade e controle sem sobrecarregar excessivamente os executivos com o risco da empresa”.

Para Shleifere Vishny (1997, p. 737), Governança Corporativa “é o caminho pelo qual os representantes financeiros das corporações buscam assegurar para si próprios o retorno de seu investimento”.

A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) (2004) define a governança corporativa como um conjunto de relações entre a gerência corporativa e o conselho diretivo e demais grupos que possuem algum vínculo direto com a empresa.

2.1.1 Principais modelos de governança corporativa

De acordo com IBGC (2016), há diversos modelos de Governança praticados em diferentes países no mundo, sendo as suas melhores práticas instituídas de acordo com seu cenário econômico, social, corporativo e econômico. Entretanto, nos mercados mais desenvolvidos, que servem de modelo aos demais países, pode-se dividir os sistemas em duas

grandes categorias, de acordo com a presença ou não dos *shareholders* na operação, que são *Outsider System* e *Insider System*.

2.1.1.1 *Outsider System*

Segundo IBGC (“Principais Modelos”, 2016):

Sistema de Governança anglo-saxão (Estados Unidos e Reino Unido):

- a) Acionistas pulverizados e tipicamente fora do comando diário das operações da companhia;
- b) Estrutura de propriedade dispersa nas grandes empresas;
- c) Papel importante do mercado de ações no crescimento e financiamento das empresas;
- d) Ativismo e grande porte dos investidores institucionais;
- e) Mercado com possibilidade real de aquisições hostis do controle;
- f) Foco na maximização do retorno para os *shareholders* (orientado para o acionista).

2.1.1.2 *Insider System*

Ainda de acordo com IBGC (“Principais Modelos”, 2016):

Sistema de Governança da Europa Continental e Japão:

- a) Grandes acionistas tipicamente no comando das operações diárias, diretamente ou via pessoas de sua indicação;
- b) Estrutura de propriedade mais concentrada;
- c) Papel importante do mercado de dívida e títulos no crescimento e financiamento das empresas;
- d) Frequente o controle familiar nas grandes companhias, com exceção ao Japão, bem como a presença do Estado como acionista relevante;
- e) Presença de grandes grupos/conglomerados empresariais, muitas vezes altamente diversificados;
- f) Baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais;
- g) Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros *stakeholders* não-financeiros, principalmente funcionários (orientado para as partes interessadas).

No Brasil, o modelo de Governança Corporativa se aproxima mais do *Insider System*, com predominância da propriedade concentrada, papel relevante do mercado de dívida, forte presença de empresas familiares e controladas pelo Estado e mais orientado às partes interessadas.

No entanto, à medida em que o mercado de capitais e os investidores institucionais ganham destaque como alternativa de financiamento para as empresas, a Governança Corporativa, no Brasil, vem, aos poucos, adquirindo algumas características do modelo anglo-

saxão, o *Outsider System*, com menor participação dos *shareholders* no comando das operações.

Alguns exemplos disso são a crescente importância do mercado acionário como fonte de financiamento, o surgimento de algumas empresas com capital disperso e ativismo de acionistas ganhando importância (IBGC, 2016).

2.1.2 Propósito da companhia e a governança corporativa

Como citado por Silveira (2015a), o propósito da Companhia a ser perseguido pelos administradores de companhias abertas é o debate mais antigo e fundamental sobre governança corporativa, existindo duas vertentes:

A primeira, que defende a primazia dos *shareholders* e a maximização de riqueza destes; e a segunda, que considera que as sociedades por ações devem servir ao melhor interesse social e, assim, os administradores devem agir de forma a garantir os interesses de longo prazo da companhia, contemplando interesses, também, de todos os demais *stakeholders*, como funcionários, clientes, fornecedores, credores e comunidade em geral.

A primeira visão veio ganhando adesões de acadêmicos, especialmente no final dos anos 1990, até que nos anos 2000 eclodiram escândalos financeiros; com a crise global de 2008, o debate voltou à tona.

O propósito das companhias abertas com foco em maximização da riqueza aos *shareholders* é mais disseminado em países anglo-saxões que em outras regiões do mundo.

No Brasil, uma pesquisa realizada pelo IBGC com 93 altos executivos seniores participantes de cursos para conselheiros de administração, no próprio IBGC, mostrou que a grande maioria desses executivos tem uma preocupação maior com os interesses da companhia do que com a geração de riqueza aos *shareholders* (IBGC, 2014 como citado em Silveira, 2015a, págs. 59 e 60).

Para Empresas de Capital Fechado – Um Guia para Sociedades Limitadas e Sociedades por Ações Fechadas, publicado em 2014 pelo IBGC (páginas 14 a 16), com participação da Price Waterhouse Coopers do Brasil, cita como motivadores para adoção de melhores práticas de Governança Corporativa, os seguintes pontos:

- a) Preservar e otimizar o valor da companhia;
- b) Obter melhorias de gestão;
- c) Facilitar o acesso a recursos financeiros e não financeiros;
- d) Contribuir para a longevidade e sustentabilidade da companhia;
- e) Administrar os conflitos de interesse de forma mais efetiva;
- f) Avaliar, de forma permanente, o propósito da empresa.

Percebe-se que não há menção à maximização de riqueza dos *shareholders* como motivador, ou seja, o foco percebido foi o da busca de valor e melhorias de gestão da companhia.

Entretanto, nem sempre os administradores têm como foco de suas decisões a maximização de valor da empresa ou a maximização de riqueza dos *shareholders*, mas acabam tomando decisões que visem o atendimento de seus próprios anseios e objetivos, trazendo à tona conflitos de interesses e conflitos de agência.

2.2 Teoria de agência

Num mundo de dinâmicas transformações em todos os aspectos, inclusive empresariais, empresas de diferentes portes e segmentos experimentam, cada vez de forma mais intensa, a competitividade e a necessidade em profissionalizar-se para o enfrentamento de uma verdadeira batalha de competência e eficiência frente aos concorrentes.

A velocidade das informações em nível global, a consolidação de mercados através de fusões e aquisições e a necessidade de captação de recursos junto ao mercado - seja através de abertura de capital, emissão de debentures ou por tomada de financiamentos - exige das empresas a presença de especialistas preparados para agregar conhecimentos e conceitos que os levem ao encontro dos melhores resultados, tanto para as próprias empresas como para seus *shareholders*.

Diante deste contexto, surge o tema já muito discutido nos meios acadêmicos, que é o conflito entre propriedade e controle, também conhecido como relacionamento de agência.

Conforme Jensen e Meckling:

Define-se um relacionamento de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o (s) principal (is)) contratam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em favor dele (s) e que envolva delegar ao agente alguma autoridade de tomada de decisão. Se ambas as partes do relacionamento são maximizadoras de utilidade, existe boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre pelos melhores interesses do principal (Jensen & Meckling 1976, p. 308).

Ross (1973) foi responsável por um dos primeiros estudos sobre o tema, que avaliava a estrutura de remuneração dos gestores, ou agentes, no alinhamento de seus próprios interesses com relação aos interesses dos *shareholders*, ou principais, utilizando o conceito de Pareto ótimo.

Pareto ótimo ocorre quando, em uma situação existente, que envolva um agente e um principal, para que se saia da situação, há o ganho de uma das partes e a perda da outra parte; ou seja, não há ganho de ambas as partes (Ross, 1973).

Sendo os executivos remunerados para que atendam às expectativas dos *shareholders*, estes esperam que os executivos atuem, sempre, na busca do atingimento desses interesses; porém, como citado por Jensen e Meckling (1976), nem sempre os executivos atuam com esse foco, podendo, em momentos, agir movidos por outros interesses; possivelmente, inclusive, os seus próprios e sendo assim, a ação com base em outros interesses, faz com que o principal veja seus interesses alocados em plano secundário, haja vista o conceito de Pareto ótimo.

Caso os executivos sejam remunerados e premiados de acordo com indicadores de performance de curto prazo das companhias onde atuam, podem, em muitos momentos, desviar suas atenções dos interesses dos *shareholders* quanto à maximização de suas riquezas, ou mesmo da criação de valor para as empresas (Jensen & Meckling, 1976).

Estes executivos podem, então, focar mais intensamente no atingimento de resultados de curto prazo, podendo postergar investimentos que trariam retornos de prazo mais alongado para a empresa, mas que ajudariam na perpetuação da mesma e na sua maximização de valor, bem como na maximização de riqueza aos *shareholders* (Jensen & Meckling, 1976).

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb (2015) citam um exemplo de conflito de agência, onde uma empresa esteja avaliando um novo investimento, que deve impactar positivamente o valor das ações, mas que por outro lado apresenta um risco relativamente considerável para a empresa.

Se por um lado os *shareholders* desejam que o investimento seja realizado para elevar o valor das ações e, conseqüentemente, de sua riqueza, os administradores podem não desejar a realização do investimento, pois uma vez havendo risco, pode ocorrer que o resultado não seja bom e que seus empregos estejam em risco (Ross et al., 2015).

Caso os administradores não aceitem o investimento, pode ocorrer perda de oportunidade valiosa de aumento de riqueza, chamado de custo de agência (Ross et al., 2015).

No Brasil, com a tendência de migração do *Insider System* para o *Outsider System*, com menor participação dos *shareholders* no comando das operações das companhias, é cada vez maior a possibilidade de que as decisões sejam tomadas pelos administradores e, assim, aumenta o risco de que nem sempre essas decisões sigam ao encontro dos interesses desses *shareholders*.

2.2.1 Custos de agência

De acordo com Jensen e Meckling (1976), a busca pelo alinhamento dos interesses entre *shareholders* e executivos que cuidam do dia a dia das empresas gera custos de representação, ou custos de agência, que são arcados pelos *shareholders*, em última instância.

Segundo eles, os custos de agência são os seguintes: a) “Despesas de monitoramento pelo principal; b) Despesas de vinculação pelo agente; c) Perda residual (Jensen & Meckling, 1976, p. 308)

De acordo com Eisenhardt (1985), o principal tem a opção de monitorar o comportamento do agente recompensando esse comportamento, desde que alinhado com seus interesses. Para isso, entretanto, precisa implementar ferramentas que lhe possibilitem tal ação, como sistemas e procedimentos adicionais de gestão.

Outra alternativa é que o principal pode recompensar o agente com base em resultados, como rentabilidade, por exemplo. Segundo Eisenhardt (1985), esses resultados são medidas de substituição para comportamentos.

Essa opção, no entanto, pode fazer com que o agente seja penalizado ou recompensado por resultados parcialmente ou integralmente fora do seu controle. Em outras palavras, bons resultados podem ocorrer apesar de esforços pobres e resultados ruins podem ocorrer apesar de esforços com qualidade.

Assim, como mencionado por Berk e Demarzo (2009), este esquema, embora incentive o esforço por parte do agente, transfere a ele parte do risco da empresa.

De acordo com a figura 1, os executivos são remunerados pelos *shareholders* em troca de seus serviços especializados de gestão e, assim, os *shareholders* esperam que os executivos que os representam tomem decisões que vão ao encontro aos seus interesses; ou seja, decisões do tipo 1 que maximizem sua riqueza.

Como já mencionado em parágrafos anteriores, nem sempre os executivos tomam as decisões com esse foco, mas podem, em momentos, tomar decisões em benefício próprio, maximizando seus benefícios, decisões do tipo 2.

A tomada de decisões do tipo 2 gera gastos que podem ser, por exemplo, os descritos na figura 1, que vão desde pequenos custos, até custos que podem inviabilizar a continuidade da companhia, conforme listado por Silveira (2015a):

- a) Crescimento ou diversificação excessiva da companhia;
- b) Fixação de gastos pessoais excessivos (salários, benefícios corporativos);
- c) Transferência de recursos (via venda de ativos, preços de transferência etc.) para controladores ou gestores;
- d) Empreendimento de projetos decorrente de gosto pessoal do gestor;
- e) Utilização de critérios políticos ou pessoais para a designação de pessoas para posições gerenciais;

- f) Criação de barreiras à substituição no cargo;
- g) Desvios de lucros;
- h) Resistência à fusão criadora de valor de longo prazo para acionistas.

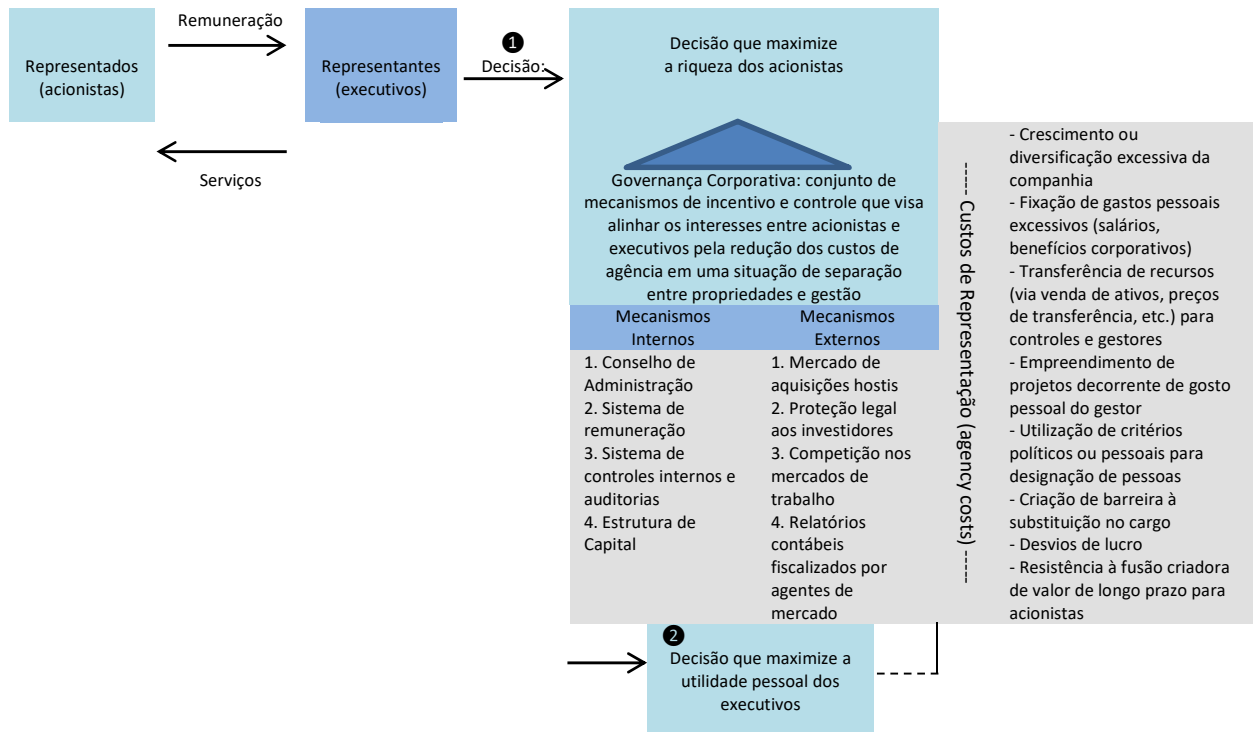


Figura 1. A Governança Corporativa e o problema de representação (*agency problem*)

Fonte: De “Governança Corporativa no Brasil e no Mundo” de A.M. da Silveira, 2015a, p.70.

O termo custo de agência se refere aos custos do conflito de interesses entre acionistas e administradores e controladores e não controladores, podendo ser custos diretos ou indiretos (Ross et al., 2015).

Os custos indiretos ocorrem pela perda de oportunidades, enquanto que os custos diretos podem ser de dois tipos: o primeiro é o custo de decisões que favorecem aos administradores, mas que é suportado pela empresa; já o segundo é o custo pela necessidade de monitoramento de ações dos administradores pelos *shareholders*. Um exemplo desse caso é o custo com auditorias externas (Ross et al., 2015).

2.3 Teoria de equilíbrio dos interesses dos stakeholders

Alguns estudos defendem que deve haver equidade na busca do atendimento aos interesses dos diversos *stakeholders* de uma empresa, não apenas dos *shareholders*, como vemos a seguir.

A Teoria de Equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, formulada por Freeman e Reed (1983), pressupõe que a gestão das empresas deve visar a equilibrar os interesses dos *shareholders* e das partes interessadas – *stakeholders*.

De acordo com a doutrina dessa teoria, o resultado final da atividade de uma empresa deve levar em consideração os retornos que otimizem os investimentos de todos os *stakeholders* envolvidos, não apenas dos *shareholders* (Machado & Zylbersztajn, 2004).

Neste contexto, fazem parte do grupo de *stakeholders*, conforme a Figura 2, extraída de Freeman (2001, p. 144).



Figura 2. Uma teoria de stakeholder de uma corporação moderna.

Fonte: De “A stakeholder theory of the modern corporation” de R. E. Freeman, 2001, *Perspectives in Business Ethics* Sie, 3, p. 144.

Essa teoria simples atribui a gestão do negócio, pelos executivos, aos grupos interessados, de maneira a criar valor a todos eles.

Conforme citado por Freeman, Harrison e Wicks (2007), as expectativas desses *stakeholders* elencados são as seguintes:

- a) Proprietários ou financiadores: têm expectativas de retorno de lucros sobre seus valores investidos na empresa e, assim, esperam que as decisões e ações dos executivos venham a atender a essas expectativas.
- b) Funcionários: têm expectativa de um emprego seguro, de uma empresa bem administrada, com seus salários e benefícios em troca de seus serviços e, assim,

esperam que os executivos decidam e ajam pelo melhor alcance dessas expectativas.

- c) Clientes e Fornecedores: trocam recursos com a empresa em questão por produtos, serviços e pelos benefícios que estes lhes agreguem, e esperam, assim, que os executivos que a representam sejam capazes de boa gestão para a geração desses entregáveis.
- d) Comunidade: entrega o direito ao uso das instalações em sua vizinhança e espera, em retorno, o benefício dos tributos gerados pelos produtos ou serviços vendidos pela empresa, sendo os mesmos empregados pelo bem da comunidade. Espera, também, que a empresa não cause danos ambientais, como poluição sonora, do ar, resíduos tóxicos etc. Sendo assim, espera que os executivos da empresa atuem como zeladores pelas boas práticas que lhe garantam o atendimento de seus desejos.

Percebe-se, em todas essas relações, um componente moral e ético muito forte, pois a falta dessa prática levará aos interessados a entrega, não esperada, de resultados financeiros, econômicos e sociais contrários às suas melhores expectativas.

Silveira, Yoshinaga e Borba (2005) citam Donald e Preston (1995), que 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, neste caso dos *shareholders* em detrimento dos demais *stakeholders*.

Donald e Preston, ainda, conforme citação em Silveira et al. (2005), afirmam que há uma multiplicidade de definições de *stakeholders*, variando de acordo com sua abrangência. Em um polo, 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 polo 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.

Silveira et al. (2005) citam, também, Brenner e Cochran (1991), que defendendo a teoria dos *stakeholders*, oferecem dois propósitos para a mesma: descrever como as organizações operam e auxiliar no prognóstico do comportamento organizacional. Sendo assim, a teoria seria utilizada para descrever, e algumas vezes até mesmo explicar os comportamentos específicos e características das empresas.

Ainda segundo Brenner e Cochran (1991), levando em conta o 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.

Já quanto à visão normativa, Brenner e Cochran (1991) consideram que 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.

2.4. Teoria da maximização da riqueza dos shareholders

Em contraponto à Teoria do Equilíbrio dos Interesses dos *Stakeholders*, há a Teoria da Maximização da Riqueza dos *Shareholders*, que defende o conceito de que uma vez que a empresa e os acionistas tenham sua riqueza maximizada, todos os *stakeholders* são beneficiados.

Jensen (2001) argumenta que sendo logicamente impossível maximizar em mais de uma dimensão, o comportamento proposital requer uma única função objetivo valorizada. Segundo ele, duzentos anos de trabalho em economia e finanças implicam que, na ausência de externalidades e monopólio (e quando todos os bens são preços), o bem-estar social é maximizado quando cada empresa em uma economia maximiza seu valor de mercado total. O valor total não é apenas o valor do patrimônio, mas também inclui os valores de mercado de todos os outros créditos financeiros, incluindo dívida, ações preferenciais e *warrants*.

Ainda segundo Jensen (2001), 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.

Em crítica à Teoria do Equilíbrio dos Interesses dos *Stakeholders*, Jensen (2001), argumenta que, de acordo com ela, os gerentes devem tomar decisões para levar em conta os interesses de todas as partes interessadas em uma empresa (incluindo não só os demandantes financeiros, mas também os empregados, clientes, comunidades, funcionários governamentais e algumas interpretações do ambiente, terroristas e chantagistas).

Jensen (2001) argumenta, ainda, que, como os defensores da teoria dos *stakeholders* se recusam a especificar como fazer os compromissos necessários entre esses interesses conflitantes, eles acabam deixando os gerentes com uma teoria que torna impossível para eles tomarem decisões propositalmente. Sem a maneira de manter a pontuação, a teoria dos

stakeholders torna os gestores inexplicáveis pelas suas ações. Parece claro que tal teoria pode ser atraente para o interesse próprio de gerentes e diretores.

Silveira et al. (2005) citam, também, Sundaram e Inkpen (2001), que ressaltam 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.

Jensen (2001) ofereceu uma proposta para esclarecer o que ele acreditava ser a relação apropriada entre maximização de valor e teoria dos *stakeholders*, chamando-a de maximização do valor “iluminada”. Essa maximização utiliza grande parte da estrutura da teoria dos *stakeholders*, mas aceita a maximização do valor de longo prazo da empresa como critério para fazer os compromissos necessários entre suas partes interessadas.

Essa teoria especifica a maximização do valor a longo prazo ou a busca de valor como o objetivo da empresa e, portanto, resolve os problemas que surgem dos múltiplos objetivos que acompanham a teoria tradicional dos *stakeholders*.

Empiricamente, pode-se concluir que, uma vez que a empresa esteja atingindo o objetivo da maximização de valor aos seus *shareholders*, ela esteja operando com eficiência desejável e que, assim, gerará, da mesma forma, benefícios aos seus *stakeholders*, sejam empregados, fornecedores, clientes, parceiros financeiros ou comunidade.

Por outro lado, uma empresa que não tenha a capacidade de gerar maximização de riqueza aos seus *shareholders* terá muitas dificuldades de gerar qualquer benefício aos *stakeholders*, já que os financiadores, investidores e proprietários são aqueles que correm os maiores riscos em caso de baixa eficiência da empresa, podendo perder seus investimentos aportados na atividade.

2.5 Visão legal sobre o papel objetivo das empresas

Além das inúmeras discussões acadêmicas quanto à função objetivo das empresas, há, da mesma forma, discussões no meio jurídico, como poderemos perceber na sequência.

No Brasil, a Lei n. 6.404 (1976), voltada às sociedades por ações, estabelece em seus artigos 116 e 154:

- Artigo 116 – Sobre os deveres do Acionista Controlador, em seu parágrafo único:

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais

acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

- Artigo 154 – Sobre os deveres dos Administradores, em seu *caput*:

O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Em seu parágrafo 4º. a lei evidencia os atos a serem adotados pelo Conselho de Administração ou Diretoria:

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

Entretanto, não é simples a compreensão do que venha a significar, precisamente, a função social de uma empresa, pois pode-se compreender que a função social esteja limitada à geração de empregos, recolhimento de tributos e ao respeito às legislações ambientais e trabalhistas.

Por outro lado, pode-se compreender, também, que as empresas tenham deveres, além de seu objeto social, como suprir as obrigações às quais o Estado não seja capaz de oferecer à sociedade.

Alfredo Lamy Filho, que em conjunto com José Bulhões Pedreira redigiu o anteprojeto que resultou na lei n. 6.404 (1976), a Lei das Sociedades por Ações, redigiu artigo que fala sobre o tema, Lamy (1992), mencionando que:

Decisões abrangentes (na pequena, média ou, especialmente, grande empresa) das quais dependem a vida e a realização de tantas pessoas, além do desenvolvimento econômico em geral, são tomadas pelos administradores da empresa, que exercem, assim, um poder da mais relevante expressão - não apenas econômica, como também política e social, com profundas consequências na vida moderna. (Lamy, 1992, p. 58).

Ele continua citando que, “a existência desse poder empresarial, de tão extraordinário relevo na sociedade moderna, importa necessariamente em responsabilidade social, sendo esse o preço que a empresa moderna terá que pagar em contrapartida ao poder que detém” (Lamy, 1992, p. 58).

Segundo ele, a lei n. 6.404 (1976), dirime qualquer dúvida quanto à função social das empresas, sendo que a satisfação dos deveres apresentados pela lei e responsabilidades há que traduzir-se na busca atenta e permanente da conciliação do interesse empresarial com o interesse público, no atendimento aos reclamos da economia nacional, como um todo, na identificação da ação empresarial com as reivindicações comunitárias, ou, numa palavra, na observância de uma ética empresarial, que, afinal, é o que distingue o aventureiro do empresário (Lamy, 1992).

Em seu artigo, Lamy defende que o Estado faça valer a lei, fiscalizando o seu cumprimento por parte das empresas, que têm, em seu ponto de vista, a obrigação de reumanizar-se, através da prestação da função social.

Há, por outro lado, visão antagônica à de Lamy, como pode ser visto nos estudos de Lopes (2009), que menciona que as empresas não podem substituir as funções do Estado, estando limitadas ao cumprimento das obrigações relacionadas ao respeito à legislação trabalhista e tributária, ao atendimento dos direitos do consumidor, bem como das condutas macroeconômicas éticas e que, essas obrigações, quando exercidas com a devida correção, geram naturalmente um quadro de bem estar social, benéfico para a sociedade em que a empresa esteja inserida.

Continua ela, citando que qualquer atribuição que apresente viés de obrigatoriedade que se atribua à empresa, além do explicitado, aponta para o desvirtuamento de sua função, que não é a função social. Isso porque a promoção da dignidade humana e da igualdade social, bem como a busca pela erradicação da pobreza, constituem, tipicamente, deveres do Estado (Lopes, 2009).

Lopes (2009) defende que a gestão empresarial, quando voltada ao atendimento do interesse dos acionistas, nada mais faz do que equalizar a situação mais justa, uma vez que foram eles os que investiram seu capital no desenvolvimento daquela atividade, e, por consequência, merecem ser recompensados por tal atitude.

Por fim, conclui ela, que a gestão que busque a atender aos interesses de todos aqueles submetidos à companhia mostra-se ineficiente, já que, diante da pluralidade de interesses, o atendimento de todos estes é inviável ou impossível (Lopes, 2009).

Como se percebe, ainda há muitas questões a respeito da função das empresas, o que certamente traz aos administradores das mesmas, caminhos não muito claros a serem seguidos, quando se veem diante de decisões a serem tomadas em suas atividades e que possam, de

alguma maneira, causar impactos em detrimento ou em favorecimento aos interesses de determinados grupos.

2.6 Os papéis dos CFOs dentro das empresas

Os CFOs usam muitos chapéus, como os agentes principais responsáveis pelos relatórios e controles financeiros e como parceiros estratégicos dentro das equipes de alta administração (Friedman, 2014).

Segundo Ross et al. (2015, p. 12), “o objetivo da administração financeira é maximizar o valor unitário corrente das ações existentes”, isso no caso de empresas de capital aberto. Já de forma mais ampla, podemos dizer, segundo Ross et al. (2015, p.12), que seu principal objetivo é o de “maximizar o valor do patrimônio dos proprietários atuais, servindo esse objetivo para todos os tipos de empresas, sejam de capital aberto, individual ou sociedade por cotas limitadas”.

Entretanto, pode-se perceber nas empresas uma mudança de expectativas com relação às atividades das áreas financeiras, bem como quanto aos comportamentos dos CFOs, que até pouco tempo atrás, tinham sobre eles, como maiores expectativas, a assertividade e regularidade das demonstrações financeiras. Fica, assim, no passado, a expectativa de que esses profissionais sejam guardiões da Contabilidade e passem a atuar, cada vez mais, como parceiros dos CEOs e como fomentadores de negócios.

Ross et al. (2015, p.9) cita as habilidades necessárias para os CFOs, segundo a eFinance.com:

- a) Diretor estrategista: CFOs precisam usar informações financeiras em tempo real para tomar decisões cruciais;
- b) Diretor negociador: CFOs devem ser especialistas em *venture capital*, fusões, aquisições e parcerias estratégicas;
- c) Diretor de riscos: limitar os riscos será ainda mais importante à medida que os mercados se tornem mais globais e os instrumentos de proteção (*hedge*) mais complexos;
- d) Diretor comunicador: ganhar a confiança de Wall Street e da mídia é fundamental.

Em artigo publicado em seu *website* em 2016, a Ernst &Young (EY), após pesquisa realizada com 769 CFOs, envolvendo profissionais das Américas, Europa, Oriente Médio e Ásia, além de entrevista com 21 outros, conclui que o ambiente de negócios para os CFOs é mais complexo, imprevisível e interconectado do que nunca antes visto.

Em estudo realizado anteriormente, DNA do CFO, em 2010, a EY desenvolveu um mapa contendo seis segmentos de atividades, representando a amplitude do mandato do CFO, já identificando que aspectos não somente financeiros tradicionais faziam parte das rotinas desses profissionais, conforme vemos:

- a) Execução:
 - Números confiáveis – Assegurar que a tomada de decisões empresariais tem como base sólidos critérios financeiros;
 - Fornecimento de *insight* - Fornecer *insight* e análise para apoiar o CEO e outros gerentes seniores;
- b) Habilitação:
 - Manter a “casa” em ordem – Liderar as iniciativas chave em finanças que apoiam os objetivos estratégicos gerais;
 - Financiar a estratégia organizacional - Financiar, habilitar e executar a estratégia definida pelo CEO;
- c) Desenvolvimento:
 - Desenvolver a estratégia de negócios - Desenvolver e definir a estratégia geral da sua organização;
 - Comunicação com o mercado externo - Representar o progresso da organização em metas estratégicas para *stakeholders* externos. (EY, 2010).

Contudo, no estudo de 2016, identificaram quatro forças principais que estão aumentando as pressões sobre CFOs e como eles equilibram essas diferentes responsabilidades. Como resultado, identificaram uma divergência marcada na forma como os CFOs estão moldando seu papel, bem como seus perfis e *backgrounds*. As quatro forças identificadas são as seguintes:

- a) Inovação digital - 58% dos CFOs pesquisados disseram que "precisam desenvolver sua compreensão de tecnologias digitais, inteligentes e análise de dados sofisticados", a fim de cumprir suas prioridades estratégicas críticas (EY, 2016);
- b) Proliferação de dados - 57% dos CFOs pesquisados afirmaram acreditar que a entrega de dados e análises avançadas será uma capacidade crítica para a função financeira do futuro (EY, 2016);
- c) Ambiente de risco volátil - 57% dos CFOs disseram acreditar que a gestão de risco será uma capacidade crítica no futuro (EY, 2016);
- d) Crescente regulamentação e crescente círculo de *stakeholders* exigentes - 71% dos CFOs disseram que serão cada vez mais responsáveis pela ética da tomada de decisões em apoio ao propósito da organização (EY, 2016).

Focando mais no aspecto de relacionamento com *stakeholders*, um dos temas do presente trabalho, a pesquisa da EY (2016), aponta que os CFOs apresentam grande preocupação com essa questão, indicando que precisam encontrar tempo para gerenciar as

demandas conflitantes dos *stakeholders*, sendo que 50% dos entrevistados disseram que precisarão aprimorar suas habilidades na gestão de relacionamentos, inclusive com investidores, CEO, conselhos e outros membros do *C-level*.

Além da pesquisa realizada, o trabalho da EY (2016), com base nas preocupações identificadas, orienta os profissionais quanto às ações a serem tomadas, como no caso do relacionamento com os *stakeholders*:

- a) Priorizar as relações com os *stakeholders* que são mais importantes - Analisar os relacionamentos críticos dos *stakeholders* e construir uma forte compreensão do que os impulsiona (EY, 2016);
- b) Comunicar-se proativamente - Com seu perfil cada vez mais público, os CFOs precisam adotar uma abordagem estratégica para a gestão da comunicação com os meios de comunicação, clientes, investidores e reguladores, quer pessoalmente ou através de outras partes do negócio (EY, 2016);
- c) Contar uma história de valor consistente - A fim de conquistar credibilidade e construir confiança, CFOs precisam ter uma história consistente sobre o negócio para todos os *stakeholders* (EY, 2016).

Quanto à ética na tomada de decisões, EY (2016) indica que, como nos últimos anos, o crescente escrutínio da mídia sobre a ética do comportamento das organizações mudou as expectativas dos clientes, investidores e reguladores; ou seja, as organizações que deixem de lado considerações éticas na busca de objetivos financeiros poderão sofrer rápida punição dos clientes e dos mercados financeiros.

Levando essas considerações aos CFOs, à medida que estes se tornam o rosto cada vez mais público do desempenho da empresa, eles precisam prestar muita atenção não apenas à legalidade das ações de suas organizações, mas às consequências sociais e éticas (EY, 2016).

Em resumo, o trabalho EY (2016) mostra que os CFOs que não definirem de forma proativa seu papel na resposta às grandes forças que se acercam de suas atividades, podem comprometer a sua capacidade de moldar a estratégia definida pelo CEO e pelo Conselho de Administração, além de não obter sucesso para impulsionar a inovação necessária para o crescimento sustentável do negócio e, ainda, não serem capazes de representar a empresa diante dos vários interesses dos *stakeholders*.

No Brasil, um artigo publicado pela Deloitte (2013), em seu *website*, mostra aspectos convergentes com os estudos EY (2016), apontando para a grande mudança que tomou conta dos departamentos financeiros das organizações. Antes voltadas quase que exclusivamente para a contabilidade, essas áreas agora são consideradas centros de informações estratégicas, e o

CFO está ganhando um papel cada vez mais abrangente, que vai além dos horizontes da rotina financeira.

Segundo esse trabalho, as empresas têm utilizado de forma cada vez mais intensa as informações financeiras para a tomada de decisões estratégicas, podendo assim, o CFO, liderar as transformações do negócio, sustentando a estratégia e a operação da empresa com sistema de informações e processos para as áreas chaves da companhia (Deloitte, 2013).

De acordo com o artigo, “as empresas que estão à frente nesse caminho da transformação financeira apresentam maior crescimento, lucratividade e geração de valor aos *shareholders*, quando comparadas às demais empresas de seus respectivos segmentos” (Deloitte, 2013, p. 4).

Ainda de acordo com Deloitte (2013, p. 9), os CFOs enfrentam pressões nunca antes experimentadas em suas funções, respondendo por quatro papéis relevantes dentro das empresas:

- a) Operador: Garante o funcionamento dos processos com a utilização eficaz dos recursos financeiros da empresa (Deloitte, 2013, p. 9);
- b) Controlador: Protege e preserva os investimentos da organização, reportando de forma precisa as informações financeiras (Deloitte, 2013, p. 9);
- c) Catalisador: Estimula iniciativas que contribuam para o alcance dos objetivos estratégicos e financeiros, criando uma cultura de gestão de riscos (Deloitte, 2013, p. 9);
- d) Estrategista: Provê uma liderança financeira para as tomadas de decisões alinhadas à estratégia de negócios. (Deloitte, 2013, p. 9).

O artigo apresenta, ainda, resultado de pesquisa realizada junto a CFOs de grandes empresas, com relação às suas atuações, além do universo financeiro das empresas onde atuam e cujos resultados vemos em seguida:

- a) Acima de 50% dos entrevistados declarou estar envolvido em todo os aspectos do planejamento estratégico e gestão de desempenho do negócio, sendo que destes, 17% estavam conduzindo o processo (Deloitte, 2013, p. 34);
- b) 67% dos entrevistados declararam gastar menos de 30% de seu tempo como parceiros do negócio (Deloitte, 2013, p. 34);
- c) 45% revelaram não ter, ainda, um controle completo sobre a eficiência da Contabilidade tradicional, reduzindo, assim, sua disponibilidade de tempo para o foco na estratégia do negócio (Deloitte, 2013, p. 34);
- d) 83% dos pesquisados pretendem melhorar suas atividades como parceiros de negócios, visando uma melhor tomada de decisão baseada em dados, melhor implementação de iniciativas estratégicas e melhor desempenho financeiro para a organização (Deloitte, 2013, p. 35);

- e) 32% ainda não têm uma abordagem coordenada para parceria em negócios, mas 40% começaram a definir melhor os papéis para a parceria em negócios alinhados com a estrutura organizacional (Deloitte, 2013, p. 35);
- f) 31% avaliam que não possuem as capacidades necessárias dentro de sua função financeira para atuar como parceiros de negócios. Perspicácia comercial, tomada de decisão, negociação, influência e pensamento estratégico estão entre os desafios a serem vencidos (Deloitte, 2013, p. 35);
- g) 51% declaram ter começado a identificar direcionadores de valor e indicadores de performance para uma atuação mais estratégica e 42% afirmam que passaram a melhorar a eficiência e a funcionalidade dos sistemas de gestão de desempenho (Deloitte, 2013, p. 35).

Os trabalhos e estudos citados, bem como as pesquisas que fazem parte dos mesmos, mostram uma mudança importante no perfil dos profissionais que ocupam a posição de CFOs nas empresas, tanto daqueles que já fizeram sua migração de controladores de finanças tradicionais para parceiros estratégicos dos negócios das empresas onde atuam, como para aqueles, que ainda não o tendo feito, percebem que necessitam buscar tal transição, afim de adequarem-se à nova realidade do que se espera das áreas financeiras e, especialmente, dos profissionais que as lideram.

Se no passado os CEOs das empresas tinham suas carreiras construídas nas áreas de operações ou nas áreas comerciais, é cada vez mais comum que profissionais da área financeira assumam tais funções, pois seus perfis vêm sendo multifacetados com o passar do tempo e a visão do negócio como um todo, além da visão técnica das finanças corporativas, lhes conferem potencial para assumirem a direção de empresas, em tempos em que urgem a eficiência, o controle, a ética e a confiabilidade perante o mercado em geral.

2.6.1 Decisões sobre estrutura de capital

Os profissionais de finanças que ocupam as funções de CFO nas organizações têm, dentre suas principais atribuições, a gestão da estrutura de capital da companhia.

Segundo conclusões de estudos realizados por Nakamura, Martin, Forte, Carvalho, Costa e Amaral (2007, p. 12) em empresas brasileiras, “o comportamento dos tomadores de decisão segue a lógica de escolha de flexibilidade e controle (*Pecking Order*), mas com uma dinâmica de ajuste de grau de endividamento ótimo de curto prazo (*Trade-off*)”.

A Teoria de *Trade-off*, conforme Nakamura et al. (2007), aponta que dois fatores em particular influenciam as decisões de endividamento das empresas: por um lado, as economias fiscais esperadas pelo uso crescente de dívida e, por outro, os custos de falência esperados que

se manifestam para níveis elevados de endividamento, a partir do qual se tornam maiores quanto mais endividada for a empresa.

A teoria do *Pecking Order* baseia-se na ideia de que os administradores se pautam por uma hierarquia para definir que recursos serão utilizados para financiar seus projetos. Mesmo que os administradores sigam tal hierarquia, não fica invalidada a ideia de um nível ótimo de endividamento, na linha proposta pela denominada teoria do *Trade-off* (Nakamura et al., 2007).

Os estudos realizados com empresas brasileiras de capital aberto mostram reflexos nas decisões de estrutura de capital, nos valores das ações negociadas na bolsa de valores e, conseqüentemente, no valor das companhias (Nakamura et al., 2007).

Da mesma forma, em empresas de capital fechado, pode-se deduzir que as decisões de estrutura de capital causam impactos na avaliação dos *stakeholders*, com relação ao valor dessas companhias, por exemplo, para investidores que tenham interesse em investir em participação na sociedade.

As decisões de estrutura de capital, em empresas de capital fechado, podem, ainda, gerar impactos na avaliação de *rating* de crédito, por parte de analistas de instituições financeiras ou de fornecedores de insumos, matérias primas ou serviços.

Perobelli e Famá (2003) dizem que teorias sugerem que empresas selecionam sua estrutura de capital de acordo com determinados atributos teóricos relevantes, tais como tamanho da empresa, grau de crescimento do negócio, estrutura dos ativos (tangíveis *versus* intangíveis), singularidade dos produtos oferecidos, lucratividade, volatilidade dos resultados operacionais, entre outros.

Ainda segundo Perobelli e Famá (2003), a relevância desses atributos sobre a decisão de financiamento deriva dos impactos que eles seriam capazes de exercer sobre os custos e benefícios associados à emissão de ações ou de dívida. Dessa forma, não haveria uma estrutura de capital ótima, mas uma estrutura de capital mais apropriada a cada perfil de empresa.

Segundo Ross et al. (2015, p. 529), “os gestores devem escolher a estrutura de capital que acreditem proporcionar o maior valor da empresa, pois essa estrutura de capital será mais benéfica para os seus acionistas”.

Vemos através desses estudos e teorias que as decisões sobre a estrutura de capital das empresas têm forte impacto na valorização das mesmas, conseqüentemente gerando impacto na maximização de riqueza dos *shareholders* e na perenidade das empresas, fato que muito interessa aos demais *stakeholders*.

Os CFOs, como os profissionais mais próximos a essas decisões, estão, dessa maneira, no *front* quanto ao atendimento do interesse de todos os *stakeholders*, que de alguma forma

terão benefícios ou malefícios, diante de decisões acertadas ou equivocadas por parte desses profissionais.

2.6.2 Decisões de investimentos e destruição de valor

As decisões de investimentos tomadas pelas empresas através de seus executivos têm forte impacto sobre o valor das companhias, Lucchesi e Famá (2007), e a postergação de início de investimentos, por outro lado, pode trazer consigo a postergação da valorização da empresa em questão.

A decisão em postergar investimentos pode, assim, destruir valor da companhia e não é raro verificar-se que executivos, como CFOs, tomam essas decisões priorizando o atingimento de lucros no exercício ao invés de iniciar projetos que tragam valor à empresa.

Uma pesquisa realizada por Graham et al. (2006) junto a CFOs, que apresentou 401 respondentes, além de 22 entrevistas, aponta que 80% dos respondentes reduziriam despesas com manutenção, pesquisa e desenvolvimento e com publicidade, caso no final de um trimestre a empresa apresentasse lucros abaixo daqueles esperados em suas previsões orçamentárias, enquanto 55% afirmaram que postergariam novos projetos, ainda que isso representasse pequeno sacrifício de valor para a empresa, caso os resultados de lucros estivessem em desacordo com as metas estabelecidas.

A motivação desse tipo de pensamento pode ser explicada de diferentes maneiras, pois há a questão de que o não atingimento de resultados esperados pode ser visto, pelo mercado e pelos *shareholders*, como motivado por problemas de construção orçamentária ou de gestão pós orçamento, quando os resultados possíveis de serem atingidos não são bem gerenciados e, portanto, ficam abaixo do esperado (Graham et al., 2006).

Há, ainda, a questão da remuneração variável ou bônus baseados em atingimentos de resultados de curto prazo, que faria, assim, com que os executivos, dentre eles os CFOs, buscassem com muito maior determinação a realização de lucros de curto prazo do que a criação de valor para a empresa, num processo de prazo mais alongado.

Vê-se, neste caso, claramente a presença da teoria de agência, que pode comprometer a criação de valor para a empresa, para seus acionistas e a sustentabilidade desejada pelos demais *stakeholders*.

2.6.3 Os CFOs e os escândalos financeiros – manipulação de resultados e má gestão

Os escândalos financeiros ocorridos na década de 2000 mostraram à sociedade que empresas consideradas saudáveis financeiramente tinham, em seus bastidores, práticas contábeis que exibiam uma imagem totalmente distante da realidade, ou ainda, práticas de gestão que não protegiam efetivamente a empresa e seus *stakeholders* em geral.

O caso Enron, no início da década de 2000, mostrou que a empresa considerada, por muitos, como uma das mais bem-sucedidas e lucrativas da América do Norte, tinha seus demonstrativos financeiros manipulados a fim de apresentar aos investidores o valor de suas ações inflacionado, chegando ao ponto de que, em 2000, 96% dos lucros declarados fossem frutos de manipulações contábeis (Berk & Demarzo, 2009).

Essas manipulações ocorriam, dentre outras formas, pela venda de ativos a preços inflacionados para empresas criadas pelo CFO da empresa, Andrew Fastow, com a promessa da recompra desses ativos a valores futuros mais elevados. A empresa estava, assim, alavancando-se financeiramente, registrando essas entradas, entretanto, como receitas, omitindo a contrapartida da promessa de recompra através de artifícios contábeis (Berk & Demarzo, 2009).

A WorldCom, cuja manipulação foi a classificação de USD 3,85 bilhões de despesas operacionais como investimentos de longo prazo, no período de 1998 até 2002, impulsionou seus lucros declarados, uma vez que as despesas operacionais eram deduzidas do lucro imediatamente, enquanto os investimentos de longo prazo eram reconhecidos de forma depreciada, ao longo do tempo. Em Julho de 2002, a empresa teve o maior pedido de falência de todos os tempos (Berk & Demarzo, 2009).

No Brasil, a Sadia, empresa que vinha apresentando retorno sobre patrimônio líquido na ordem de 25% durante quatro exercícios, além de lucro durante 64 anos e que aparentava possuir modelo exemplar de Governança Corporativa, teve, em 2008, sua quebra, após a crise financeira mundial que elevou a cotação do dólar, que estava em torno de R\$ 1,60 em Agosto, para um patamar em torno de R\$ 2,40 em Novembro (Banco Central do Brasil [Bacen], 2016).

Essa elevação expôs as operações de derivativos exóticos, contratadas pela empresa, que ao invés de ter operações de proteção cambial para suas importações e exportações, praticava especulação cambial, apostando na apreciação do real frente ao dólar. O prejuízo financeiro gerado por essa prática foi em torno de R\$ 3,8 bilhões (Silveira, 2015a).

Dentre as causas dessa última ocorrência, que não se tratou de manipulação de resultados ou de relatórios financeiros, mas sim de má gestão, estavam as decisões do CFO que, não se reportando ao CEO, mas diretamente ao Presidente do Conselho de Administração, tinha

como uma das bases para atingimento de sua remuneração variável os resultados gerados pelas operações com derivativos (Silveira, 2015a).

Por meio dos exemplos citados, dentre vários outros existentes, percebe-se a relevância da atuação dos CFOs dentro das empresas e como decisões que se desviem do objetivo de zelar pela salvaguarda do valor da empresa, de seu patrimônio e de sua imagem perante o mercado, podem acarretar em severos transtornos e elevadas perdas a todos os *stakeholders* envolvidos.

2.6.4 As empresas socialmente responsáveis e o CFO

A Responsabilidade Social Empresarial (RSE) é um tema discutido há longo tempo, tendo se institucionalizado, entretanto, na década de 1980, sob a ótica de três diferentes escolas de pensamento: a *Business Ethics*, a *Business & Society* e a *Social Issues Management*.

Entrando na descrição de cada uma dessas escolas de pensamento, temos, segundo Kreitlon (2004, p. 2):

- a) *Business Ethics*: ramo da ética aplicada, propõe um tratamento de cunho filosófico, normativo, centrado em valores e em julgamentos;
- b) *Business & Society*: adota uma perspectiva sociopolítica, e sugere uma abordagem contratual aos problemas entre empresas e sociedade;
- c) *Social Issues Management*: de natureza nitidamente utilitária, trata os problemas sociais como variáveis a serem consideradas no âmbito da gestão estratégica.

Mas o que se pode considerar como uma empresa socialmente responsável?

De acordo com o Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social, em seu site (2016), um negócio sustentável e responsável é aquele cuja atividade econômica esteja orientada para a geração de valor econômico-financeiro, ético, social e ambiental, cujos resultados são compartilhados com os públicos afetados.

Para isso, sua produção e comercialização são organizadas de modo a reduzir continuamente o consumo de bens naturais e de serviço ecossistêmico, a conferir competitividade, a continuidade à própria atividade e a promover e manter o desenvolvimento sustentável da sociedade.

Nos dias atuais, entretanto, muito se confunde aquilo que se pratica com aquilo que se diz praticar-se.

Empresas adotam modelos de gestão voltados à Responsabilidade Social, às práticas de Governança Corporativa e a outros instrumentos socialmente bem aceitos e valorizados pelos investidores; porém, nem sempre adotam esses modelos como filosofia empresarial ou como conceitos que devam ser aplicados na gestão diária dos negócios.

Na prática, o que se vê é um conflito entre o que se entende ser efetivamente mais importante na gestão das empresas, a geração de lucros e maximização da riqueza dos *shareholders*, ou a criação de valor de longo prazo das empresas, perenizando-as e entregando a todos os seus *stakeholders* a certeza de terem seus interesses protegidos e atendidos.

Conforme citado por Machado e Zylbersztajn (2004), não há consenso sobre a dimensão ética e de quem deve responsabilizar-se sobre ela.

Ainda segundo eles, há um grupo de acadêmicos que defende a ideia, sob o ponto de vista dos *shareholders*, de que a única responsabilidade social dos gestores é incrementar os lucros dos donos do negócio, sem praticar fraudes ou cometer enganos (Machado & Zylbersztajn, 2004)

Há, ainda, segundo eles, outro grupo que defende a ideia, sob o ponto de vista dos demais *stakeholders*, de que os gestores têm responsabilidades com diversos grupos, clientes, fornecedores, empregados e comunidade, estando todos eles sob impacto das decisões da empresa (Machado & Zylbersztajn, 2004).

Machado e Zylbersztajn (2004) citam Fombrun et al. (2000) em seu artigo, quanto à análise das possíveis consequências relativas às oportunidades e à minimização de riscos que as ações de responsabilidade social podem gerar, tendo em vista o tipo de *stakeholder* envolvido.

A figura 3 apresenta um resumo das oportunidades e riscos, segundo eles.

Stakeholder Envolvido	Oportunidades (Ganhos de Reputação)	Minimização de Riscos
Comunidade	Criação de legitimidade	Minimizar risco de má aceitação / conflitos
Mídia	Cobertura favorável	Minimizar risco de cobertura desfavorável
Ativistas	---	Minimizar risco de boicote

Investidores	Geração de valor	Minimizar risco de fuga de investidores
Funcionários	Aumento de comprometimento	Minimizar risco de comportamento
Consumidores	Fidelização	Minimizar risco de má aceitação/desentendimentos
Agentes reguladores	Ação legal favorável	Minimizar risco de ação legal
Parceiros comerciais	Colaboração	Minimizar risco de defecção

Figura 3. Efeitos das ações de responsabilidade social de acordo com o stakeholder envolvido

Fonte: De “A empresa socialmente responsável: o debate e as implicações”, de C. A. P. Fº. Machado, & D. Zylbersztajn, 2004, *Revista de Administração*, 39, 242-254.

Uma vez que este trabalho deseja observar a atuação dos CFOs dentro das organizações e seu papel diante do ambiente de Governança Corporativa e, ainda, ao atendimento dos interesses dos *shareholders* e dos demais *stakeholders*, há que se correlacionar como suas decisões impactam os aspectos da responsabilidade social, e no quadro apresentado na Figura 3 pode-se perceber alguns *stakeholders* que possam ser afetados por decisões equivocadas, ou até mesmo fraudulentas, desses profissionais.

- a) Mídia - poderá levar à sociedade boas ou más informações sobre uma empresa, dependendo da atuação do CFO, haja vista a enorme repercussão gerada pelas ações fraudulentas ou de má gestão na Enron, WorldCom e Sadia, citadas neste trabalho.
- b) Investidores - poderão elevar seus aportes, caso decisões de investimento relevantes sejam adotadas, ou podem reduzir e até mesmo retirar seus investimentos, caso decisões equivocadas sejam adotadas, quanto à estrutura de capital ou destruição de valor da empresa.
- c) Agentes reguladores - poderão penalizar a empresa caso obrigações tributárias, por exemplo, não sejam cumpridas, ou caso exista sonegação de informações legais.
- d) Parceiros comerciais - poderão sofrer impactos, de acordo com as práticas de gestão de pagamentos a fornecedores ou políticas de concessão de crédito restritivas aos clientes.

Dentro desse contexto, surge a questão: O que os diferentes *stakeholders* esperam dos CFOs das empresas com as quais estejam envolvidos?

2.6.5 O que os diferentes stakeholders esperam dos CFOs das empresas?

Tendo em vista as literaturas citadas e os impactos gerados pelas decisões dos CFOs no comando da gestão financeira das empresas, para todos os *stakeholders*, sendo eles *shareholders* ou não, repete-se a pergunta: O que os diferentes *stakeholders* esperam dos CFOs das empresas com as quais possuem envolvimento e sobre as quais têm interesse?

Seriam as expectativas dos *shareholders* quanto às ações dos CFOs diferentes dos demais *stakeholders*?

Por conceitos apenas empíricos, pode-se imaginar algumas respostas para essas questões, que, entretanto, carecem de comprovação através de métodos científicos, sejam de pesquisa ou de entrevistas com público envolvido.

- a) *Shareholders*: expectativas de que os CFOs das empresas onde investem coloquem seus melhores esforços na busca de sua maximização de riqueza, através de decisões de estrutura de capital, de investimentos, de rigor nos controles internos e no zelo pelo cumprimento das obrigações tributárias e legais, que evitem penalizações que impactem no valor da empresa.
- b) Clientes: expectativas para com as decisões do CFO de uma empresa que lhe forneça produtos ou serviços é de que haja concessão de limites de crédito compatíveis com sua necessidade de compra, além da oferta de condição de pagamento que lhe dê conforto na administração de seu caixa e de seu capital de giro.
De forma mais nobre, pode-se ainda supor que o cliente de uma empresa tenha o desejo de que a administração financeira de seu fornecedor seja adequada ao ponto de garantir a longevidade de fornecimento, sem necessidade de desenvolvimentos constantes de novos fornecedores.
- c) Empresa de auditoria: supõe-se, deseja que o CFO da empresa auditada tenha ciência de todos os possíveis fatos relevantes da organização que mereçam destaque no processo de auditoria, como possíveis fraudes internas, riscos iminentes quanto à perenidade do negócio, respeito aos princípios contábeis, utilização adequada de créditos tributários, utilização responsável de instrumentos de derivativos e adequados controles internos, que deem sustentação ao relatório final da auditoria.

A entrevista realizada ao início de cada auditoria, junto ao CFO da empresa, é uma demonstração dessas expectativas.

A assinatura pelo CFO, em conjunto com o CEO e com o Contador, da Carta de Responsabilidade da Administração ao final de uma auditoria, é outra demonstração da expectativa da empresa de auditoria quanto à idoneidade e responsabilidade por parte do CFO.

- d) Bancos: pode-se supor que o CFO seja considerado o principal interlocutor da empresa cliente, sendo aquele em quem, normalmente, se deposita a confiança com relação ao fornecimento constante de informações sobre o negócio e sobre a performance da empresa.

Não raro se observa desconforto, por parte dos bancos, quando uma empresa promove constantes substituições do profissional que ocupa a cadeira de CFO, gerando insegurança quanto à parceria e confiança para a sequência do relacionamento.

- e) Empresas fornecedoras: pode se supor que esperem, por parte do CFO de seu cliente, que o mesmo tenha zelo adequado na gestão financeira da empresa, de maneira a garantir os pagamentos devidos de forma regular e recebendo informações constantes sobre o desempenho financeiro da empresa.

A robustez financeira do cliente faz, certamente, com que os processos de vendas e compras entre as empresas sejam menos morosos e onerosos.

Entende-se que, sendo atendidas essas expectativas, todos esses grupos de *stakeholders* encontrarão satisfação com o desempenho dos CFOs, uma vez que essa rede de relacionamentos, caso seja adequadamente atendida em seus interesses, propicia a todos os envolvidos os melhores resultados esperados.

Obviamente, não se pode atribuir apenas aos CFOs a garantia de atingimento de lucros que garantam os melhores retornos aos investimentos realizados por cada grupo de *stakeholders*, mas sua participação em todo o processo de gestão têm grande relevância no resultado final.

Atender às expectativas de todos os grupos de *stakeholders*, entretanto, pode tornar-se um objetivo bastante difícil de ser atingido, haja vista o fato de que, em muitos momentos, o atendimento ao interesse de um grupo pode tornar-se antagônico ao atendimento ao interesse de outro grupo.

A pesquisa a ser aplicada aos CFOs visa, exatamente, entender como pensam esses profissionais no momento da tomada de decisões que envolvam os diferentes *stakeholders* de uma empresa.

2.7 Conhecendo a motivação na tomada de decisões entre *shareholders* e *stakeholders*

Em pesquisa realizada em 2005 junto a 1.796 executivos de empresas de capital aberto da Suécia, atuantes na posição de CEOs, vice CEOs, membros dos Conselhos das empresas e membros dos Conselhos representantes dos empregados, Adams, Licht e Sagiv (2011) esperavam compreender se as atuações desses profissionais estavam voltadas para o atendimento dos interesses dos *stakeholders* ou dos *shareholders*.

Naquela pesquisa Adams et al.(2011), utilizaram questões extraídas de casos reais, ocorridos nos Estados Unidos e no Reino Unido, os quais apresentavam situações de dilema em ações judiciais, que poderiam ser decididas em favor dos *shareholders* ou dos demais *stakeholders*, na forma de consumidores, empregados, credores e comunidade.

Aplicaram, ainda, uma questão empírica, sobre filosofia corporativa, a ser divulgada no *website* da empresa, contrapondo à busca aos interesses dos *shareholders* vs. interesses dos *stakeholders* (Adams et al., 2011).

As questões aplicadas naquele trabalho constam no anexo 1.

Os casos originais, que geraram as questões, são os seguintes:

- a) Consumidores – Ação movida pelos irmãos Dodge contra Ford em 1919, onde graças à sua posição dominante na indústria automobilística, a Ford Motor Company tinha um elevado excedente de lucros. Henry Ford desejava que a empresa usasse esse excedente de uma forma que beneficiasse aos consumidores, através da redução de preço de venda dos veículos. No tribunal, ele declarou: "Eu quero fazer um pequeno lucro de minha corporação." O tribunal não tinha dúvida de que certos sentimentos filantrópicos e altruístas, dignos de crédito ao Sr. Ford, tinham grande influência na determinação da política a ser perseguida. No entanto, a Suprema Corte de Michigan decidiu que uma empresa comercial é organizada e exercida principalmente para o lucro dos acionistas e que os poderes dos diretores devem ser empregados para esse fim (Adams et al, 2011).;
- b) Empregados - Parke versus Daily News em 1962. Uma empresa de publicação de jornais do Reino Unido sofreu consideráveis perdas comerciais. Para evitar mais perdas, o conselho decidiu liquidar os ativos da empresa e pagar seus empregados e pensionistas além de seus direitos legais, a fim de "aliviar o sofrimento e dificuldades que poderiam ocorrer." O tribunal decidiu que o

produto da liquidação deveria ser distribuído apenas aos acionistas (Adams et al, 2011).;

- c) Credores - Credit Lyonnais versus Pathe em 1991. A MGM estava em dificuldades financeiras após uma aquisição alavancada. Em nota de famosa decisão, o tribunal afirmou que "pelo menos quando uma empresa está operando nas proximidades da insolvência, um conselho de administração não é apenas o agente dos portadores de risco residuais, mas deve suas obrigações à empresa corporativa." Assim, o conselho pode recusar aceitar um preço de "venda de queima" para um ativo corporativo, para financiar dividendos para os acionistas, evitando, dessa forma, uma maior alavancagem e ajudando aos credores (Adams et al, 2011).;
- d) Comunidade - Shlensky versus Wrigley em 1968. A companhia que possuía o clube de beisebol de Chicago Cubs e seu estádio, Wrigley Field, se recusou a aprovar a instalação de luzes e ter partidas noturnas de beisebol, porque Phillip Wrigley acreditava que o beisebol era um esporte a ser praticado durante o dia e que as partidas noturnas poderiam gerar um impacto negativo na vizinhança. O tribunal decidiu em favor de Wrigley, não obstante a menor frequência de torcida e das perdas financeiras. (Adams et al, 2011).

Na pesquisa realizada por Adams et al. (2011), observou-se as seguintes posições por parte dos respondentes:

- a) *Shareholders* vs. Consumidores: pesquisados foram mais favoráveis aos interesses dos *shareholders* do que aos interesses dos consumidores;
- b) *Shareholders* vs. Empregados: pesquisados foram mais favoráveis aos interesses dos *shareholders* do que aos interesses dos empregados, exceto os membros do Conselho representantes dos empregados, que foram favoráveis à distribuição do saldo aos empregados;
- c) *Shareholders* vs. Credores: pesquisados foram mais favoráveis aos interesses dos *stakeholders* do que aos interesses dos *shareholders*;
- d) *Shareholders* vs. Comunidade: pesquisados foram fortemente favoráveis aos interesses dos *shareholders* em relação aos interesses dos *stakeholders*, optando pela decisão de abertura do centro de recreações por maior quantidade de horas.
- e) Questão sobre filosofia corporativa: pesquisados foram fortemente favoráveis à divulgação de filosofia empresarial que visasse aos interesses dos *stakeholders* em relação aos interesses dos *shareholders*.

Entende-se que a aplicação das mesmas questões para o público de CFOs trará, da mesma forma como aconteceu no trabalho de Adams et al. (2011), a identificação de quais são os maiores motivadores para a tomada de decisões, por parte dos CFOs; se os interesses dos *shareholders* ou os interesses dos *stakeholders*.

3 Metodologia

A metodologia utilizada neste trabalho foi a Pesquisa tipo *Survey*, com público de CFOs atuantes em empresas situadas no Brasil, independente de porte, segmento, tipo de composição societária ou nacionalidade de suas matrizes.

Não houve segregação por gênero, idade ou tempo de experiência desses profissionais pesquisados.

Segundo Freitas, Oliveira, Saccol e Moscarola (2000, p. 105), a pesquisa tipo *Survey* é apropriada como método de pesquisa quando:

- a) Se deseja responder questões do tipo: O que? Por que? Como? E quanto? Ou seja, quando o foco de interesse é sobre “o que está acontecendo” ou “como e por que está acontecendo”;
- b) Não se tem interesse ou não é possível controlar as variáveis dependentes e independentes;
- c) O ambiente natural é a melhor situação para estudar o fenômeno de interesse;
- d) O objetivo de interesse está no presente ou no passado recente.

Entende-se, dessa forma, que essa metodologia é adequada ao objetivo deste trabalho, uma vez que se busca entender quais motivações levam os CFOs a tomarem suas decisões, ou seja, se está aplicando um questionário num ambiente natural, com interesse no presente ou passado recente, com foco em “o que” e não havendo controle sobre as variáveis envolvidas.

Quanto ao propósito, a pesquisa é descritiva, conforme Freitas et al. (2000) citando Pinsonneault e Kraemer (1993, p. 106):

A pesquisa descritiva busca identificar quais situações, eventos, atitudes ou opiniões estão manifestos em uma população; descreve a distribuição de algum fenômeno na população ou entre os subgrupos da população ou, ainda, faz uma comparação entre essas distribuições. Neste tipo de *Survey*, a hipótese não é causal, mas tem o propósito de verificar se a percepção dos fatos está ou não de acordo com a realidade.

As questões utilizadas nesta pesquisa foram replicadas, parcialmente, do trabalho realizado por (Adams et al., 2011).

Considera-se adequada a aplicação das mesmas questões ao grupo de CFOs neste trabalho, uma vez que se muda o público, mas mantém-se o contexto do trabalho de Adams et

al. (2011), quanto a se conhecer a motivação dos pesquisados com relação às suas decisões e ao interesse de qual grupo essas decisões estão voltadas.

O questionário (anexo 1) foi composto por seis questões, sendo a primeira relacionada à identificação do cargo do respondente e as demais cinco questões a serem respondidas no formato *Likert*, com sete opções de escolha, de 1 a 7, sendo 1 discordo totalmente e 7 concordo totalmente.

Neste tipo de escalonamento, as respostas variam segundo o grau de intensidade/concordância para cada item analisado, pois a resposta do respondente reflete a direção da atitude em relação a cada afirmação (Vieira, 2000).

Para estas escalas é requerido que os entrevistados indiquem seu grau de concordância ou discordância com relação às declarações apresentadas em cada questão.

O critério para escolha da escala deu-se conforme vantagens apontadas por Malhotra (2011), que afirma ser um método eficaz pela facilidade tanto em sua construção quanto em sua aplicação, apresentando rápida compreensão pelos entrevistados.

A amostra total foi de 1.137 profissionais, todos abordados através da rede social profissional *LinkedIn*, para os quais foi enviado o questionário, utilizando-se a ferramenta *SurveyMonkey*.

A escolha pela utilização da rede de relacionamento *LinkedIn* deu-se por ser, essa rede, considerada a maior dentre as redes sociais profissionais do mundo, e por ser onde profissionais de diferentes cargos e empresas buscam interações com outros profissionais ou com grupos de interesse.

Inicialmente, imaginou-se a utilização de associações de executivos em finanças para, conjuntamente, divulgar a pesquisa. Porém, identificou-se que essas associações contêm muitos profissionais que não ocupam as funções de CFOs ou de Diretores Financeiros, como por exemplo, consultores.

Além disso, entendeu-se que a busca pessoal pelos respondentes, por um profissional de mesmo cargo, poderia gerar maior sinergia e empatia, otimizando o número de respondentes num menor espaço de tempo em relação ao uso de associações.

Na preparação de amostra foram identificados, no *LinkedIn*, acima de 5.900 profissionais que se identificavam como CFOs, atuantes no Brasil, através da utilização da palavra CFO como filtro de pesquisa de profissionais, com a localização Brasil; e acima de 24.000 profissionais que se identificavam como Diretores Financeiros, através da utilização da palavra Diretor Financeiro como filtro de pesquisa, além da localização Brasil.

Importante ressaltar que o autor entende não haver diferença entre as duas funções, sendo apenas uma questão de nomenclatura e de tradução do Inglês para o Português.

Percebe-se, entretanto, que cada vez mais empresas de capital brasileiro adotam a nomenclatura CFO para os profissionais que ocupam a função de Diretoria Financeira e Diretoria Financeira e Administrativa.

O autor buscou a partir de Junho/2016, contatos profissionais com profissionais com as posições de CFOs e Diretores (as) Financeiros (as) para sua rede de relacionamento e atingiu, em Dezembro/2016, o número de 431 contatos.

Estes profissionais foram abordados em grupos de 20 a 25 componentes, a responderem à pesquisa *Survey*, através de mensagem pelo próprio *LinkedIn*, contendo o *link* gerado pela ferramenta *SurveyMonkey* para redes sociais.

Entre Novembro/2016 e Fevereiro/2017, o autor buscou aumentar o número de contatos com profissionais com os mesmos cargos, que não faziam parte, inicialmente, de sua rede de relacionamento; uma vez identificando-os, os convidava para que fizessem parte de sua rede. Ao aceitarem, recebiam uma mensagem individual, contendo o *link* do questionário *SurveyMonkey*.

O número de profissionais deste segundo grupo foi de 706 pessoas, completando, assim, o público abordado de 1.137 profissionais.

Profissionais com cargos de Vice-Presidente de Finanças, Gerentes de Finanças, Gerente de Controladoria, *Head of Finance* e outras funções financeiras não foram abordados, a fim de que a pesquisa fosse mantida no nível de CFOs, entretanto, a primeira questão da pesquisa, solicitava a identificação do cargo exercido pelo respondente na empresa de atuação corrente, tendo como opções CFO, Diretor Financeiro e Outros, a fim de que, quando recebidas as respostas, fosse possível excluir os qualificados como outros, para a preservação do objetivo da pesquisa.

A expectativa inicial era de atingimento de sucesso de retorno em torno de 10% dos profissionais pesquisados, ou seja, cerca de 115 respondentes.

O número de respostas obtidas foi de 269, representando 23,66% do total de profissionais abordados, distribuídas em 130 CFOs, 11,43%, 109 Diretores Financeiros, 9,59% e 30 Outras Funções, 2,64%.

Foram desconsideradas as 30 respostas de profissionais de outras funções, a fim de preservar a premissa inicial do trabalho e, assim, os números finais foram de 1.107 pesquisados, sendo os respondentes 239 CFOs, 21,59% dos pesquisados.

4 Análise dos Resultados

Concluído o período de coleta de respostas à Pesquisa Survey, consolidou-se as respostas, a fim de se buscar conclusões, comparando-as com a teoria apresentada ao longo do trabalho, bem como com as expectativas iniciais do autor.

4.1 Resultados da pesquisa survey

As respostas coletadas foram dispostas em formato gráfico e em tabelas, afim de possibilitar melhor visualização e análise para conclusões.

4.1.1 Questão 2 – consumidores ou shareholders?

A empresa X é uma indústria de bens de consumo. Apesar de considerável concorrência, a empresa X é altamente rentável graças à tecnologia patenteada e alto conhecimento industrial. Em anos recentes, a empresa tem pago apenas pequenos valores como dividendos regulares. A empresa, agora, contempla maneiras para usar sua sobra de capital acumulada. Supondo que você fosse o CFO da empresa X, até que ponto você concordaria com as seguintes proposições?

A empresa deveria...

- Reduzir o preço de seus produtos para beneficiar os consumidores
- Distribuir virtualmente todos os seus lucros não distribuídos aos seus acionistas

Respostas Gráficas para a Questão 2:

Figura 4. Gráficos de Respostas da Questão 2.

Numericamente, podemos ver as respostas apontadas na Tabela 1:

Tabela 1
Respostas para a Questão 2

	Discordo totalmente	Discordo Moderadamente	Discordo levemente	Não discordo e nem concordo	Concordo levemente	Concordo moderadamente	Concordo totalmente	Total
Reduzir o preço de seus produtos para beneficiar os consumidores	30.13% 72	33.05% 79	11.72% 28	6.69% 16	9.62% 23	7.53% 18	1.26% 3	239
Distribuir virtualmente	15.90% 38	12.97% 31	12.13% 29	7.11% 17	22.59% 54	24.27% 58	5.02% 12	239

todos os seus
lucros não
distribuídos
aos seus
acionistas

Nessa questão, que apresenta uma decisão entre distribuir excedente de lucros em benefício aos consumidores através da redução de preços, contra a distribuição desse excedente em forma de dividendo aos acionistas, os profissionais de finanças apresentaram maior propensão de decisão desfavorável aos consumidores, conforme apresentado, sem, porém, uma forte decisão em favor dos *shareholders*.

Há discordância pela redução de preço de produtos por parte de 74,9% dos respondentes, sendo que destes, 30,13% discordam totalmente dessa decisão.

Por outro lado, 51,88% concordam que sejam distribuídos virtualmente os lucros não distribuídos aos acionistas, sendo, porém, que aqueles que concordam fortemente com essa distribuição são apenas 5,02% dos respondentes.

Já 41% dos respondentes discordaram, de alguma forma, dessa prática, sendo que 15,90% discordam totalmente da decisão de distribuição de lucros.

Não se pode afirmar, por essas respostas, que os CFOs pesquisados preferiam que os lucros não distribuídos aos *shareholders*, sejam, agora, distribuídos em forma de dividendos. Pode-se afirmar, com certeza, que em sua maioria, sejam contrários à redução de preços aos consumidores.

Pode-se concluir que os profissionais de finanças têm em mente, em sua maioria, que a redução de preços impactaria nos resultados da empresa e que, assim, apesar da sobra de resultados acumulados, os preços devem permanecer os mesmos, a fim de elevação desta sobra.

Por isso, pode-se inferir que, provavelmente, esses profissionais preferissem uma terceira alternativa, que poderia ser o reinvestimento da sobra em benefício da própria empresa, não havendo benefício nem aos *shareholders* e nem aos *stakeholders*.

Comparando-se aos resultados das respostas obtidas no trabalho de Adams et al. (2011), naquele caso, os pesquisados foram mais favoráveis aos interesses dos *shareholders* do que aos interesses dos consumidores.

O viés financeiro natural nas características comportamentais e decisórias dos CFOs, pode ser o diferencial entre as respostas obtidas no presente trabalho e no trabalho de Adams et al. (2011).

Comparando as respostas obtidas com a literatura, que segundo Ross et al. (2015, p. 12), “o objetivo da administração financeira é maximizar o valor unitário corrente das ações

existentes”, nem a redução de preços aos consumidores e nem a distribuição de lucros aos *shareholders* geraria tal maximização. Assim, as respostas obtidas vão ao encontro da literatura, estando os CFOs mais motivados a gerarem valor à empresa, do que aos *shareholders* ou aos *stakeholders*.

4.1.2 Questão 3 – empregados ou shareholders?

A Corporação Y tem um negócio deficitário no mercado de mídia de massa. Embora tenha uma marca bem conhecida, a tecnologia de produção de Y é agora obsoleta e seus trabalhadores são relativamente velhos. A única maneira de evitar perdas adicionais seria cessar as operações e liquidar a empresa, caso em que um montante substancial de receitas permanecerá após todos os compromissos serem pagos e os trabalhadores receberem as suas indenizações legais.

Suponha que você fosse o CFO em Y, até que ponto você concordaria com as seguintes proposições?

Depois de cessar as operações e satisfazer obrigações financeiras legais, a empresa deveria...

- Distribuir todo o saldo remanescente como dividendos aos seus acionistas
- Dedicar metade do saldo aos seus trabalhadores, proporcional ao tempo de serviços prestados a Y, para aliviar suas dificuldades.

Respostas Gráficas para a Questão 3:

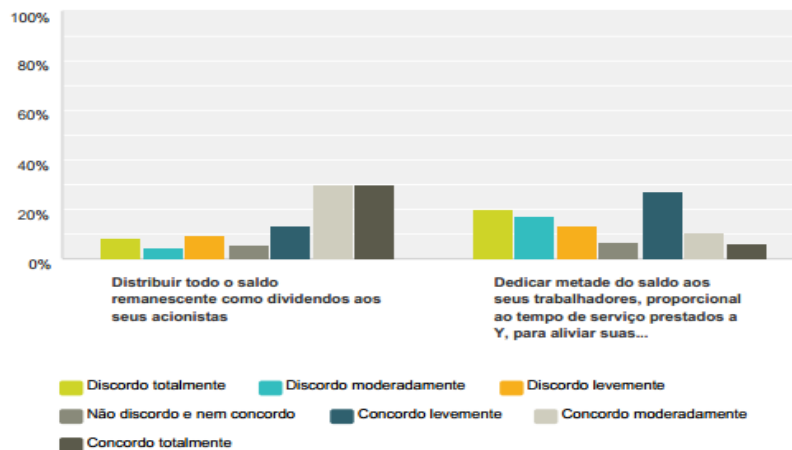


Figura 5. Gráficos de Respostas da Questão 3.

Numericamente, podemos ver as respostas apontadas na Tabela 2:

Tabela 2
Respostas para a Questão 3

	Discordo totalmente	Discordo Moderadamente	Discordo levemente Discordo levemente	Não discordo e nem concordo	Concordo levemente	Concordo moderadamente	Concordo totalmente	Total
Distribuir todo saldo remanescente como dividendos aos seus acionistas	7.95% 19	4.18% 10	9.21% 22	5.44% 13	12.97% 31	30.13% 72	30.13% 72	239
Dedicar metade do saldo aos seus trabalhadores, proporcional ao tempo de serviço prestado a Y. para aliviar suas dificuldades	20.08% 48	17.15% 41	12.97% 31	6.28% 15	27.20% 65	10.46% 25	5.86% 14	239

Nesta questão, onde há o dilema entre liquidar as operações da empresa deficitária e distribuir as receitas excedentes aos acionistas, em forma de dividendos, ou aos empregados, na forma de adicional de verbas legais, a fim de que tivessem minimizados os efeitos da demissão, os profissionais de finanças mostraram-se fortemente favoráveis à distribuição dos valores aos acionistas, conforme mostram a figura 5 e a tabela 2.

Mostraram-se favoráveis, em algum grau, pela distribuição de todo o saldo remanescente, como dividendos aos acionistas, 73,23% dos respondentes, sendo destes 30,13% totalmente favoráveis à essa decisão, enquanto 43,52% mostraram-se favoráveis a dedicar metade do saldo aos trabalhadores, sendo, porém, apenas 5,86% totalmente favoráveis à essa decisão. Já 50,2% mostraram-se contrários à essa prática, com 20,08% totalmente discordantes dessa decisão.

Pode-se concluir que, entre distribuir o saldo remanescente aos acionistas ou aos empregados, os CFOs tenham preferência pelo atendimento aos interesses dos acionistas, considerando que os empregados receberam seus valores legais de forma correta.

Comparando-se aos resultados das respostas obtidas com o trabalho de Adams et al. (2011), naquele caso, da mesma forma, os pesquisados foram mais favoráveis aos interesses dos *shareholders* do que aos interesses dos empregados, exceto os membros do Conselho representantes dos empregados, que foram favoráveis à distribuição do saldo aos empregados.

Nesta questão, a comparação com a literatura mostra que os CFOs compreendem que aqueles que investiram e colocaram seus recursos em risco, merecem receber, em retorno, a distribuição do saldo remanescente das atividades deficitárias. Por outro lado, pode-se concluir que os CFOs, com sua vertente técnica, entendem que, uma vez que os empregados tendo recebido suas verbas legais pelas demissões ocorridas, não façam jus a outras verbas que não as dispostas por lei, haja vista ter sido cumprida a função social da empresa, em respeitar a legislação trabalhista.

4.1.3 Questão 4 – credores ou shareholders?

A Corporação Z conduz negócios na indústria do entretenimento por meio de subsidiárias auto lucrativas. A empresa gerencia o serviço de sua dívida e sua situação financeira é apertada. A Corporação Z descobre que a grande maioria de seus acionistas, com mais de 98% de suas ações, precisa de dinheiro.

Suponha que você fosse o CFO em Z, até que ponto você concorda com as seguintes propostas?

A empresa deveria ...

- Vender uma de suas subsidiárias por um preço muito baixo para financiar uma distribuição de dividendos aos seus acionistas, apesar do risco de inadimplência
- Evitar qualquer tipo de distribuição aos acionistas, uma vez que a empresa se encontra em iminente insolvência

Respostas Gráficas para a Questão 4:

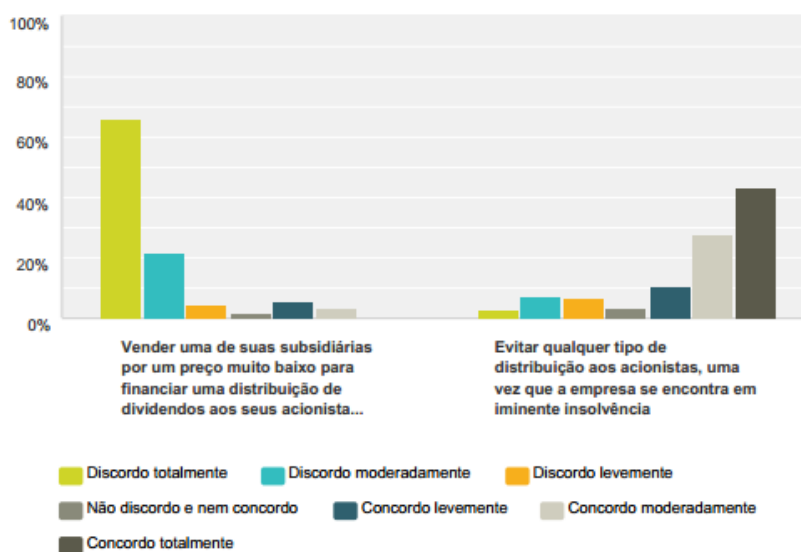


Figura 6. Gráficos de Respostas da Questão 4.

Numericamente, podemos ver as respostas apontadas na Tabela 3:

Tabela 3
Respostas para a Questão 4

	Discordo totalmente	Discordo Moderadamente	Discordo levemente Discordo levemente	Não discordo e concordo	Concordo levemente	Concordo moderadamente	Concordo totalmente	Total
Vender uma de suas subsidiárias por um preço muito baixo para financiar uma distribuição de dividendos aos seus acionistas, apesar do risco de inadimplência	65.27%	21.34%	3.77%	1.26%	5.44%	2.93%	0.00%	239
Evitar qualquer tipo de distribuição aos acionistas, uma vez que a empresa se encontra em iminente insolvência	2.51%	7.11%	6.28%	2.93%	10.46%	27.62%	43.10%	239

Nesta questão, onde há a apresentação de possibilidade de venda de uma das subsidiárias, por preço baixo, a fim de distribuir dividendos a *shareholders* com necessidades financeiras, os profissionais de Finanças mostraram-se fortemente contrários a essa prática, acreditando que uma empresa à beira da insolvência não deve realizar esse auxílio aos seus *shareholders*, conforme mostram a figura 6 e a tabela 3.

Podemos constatar que 90,38% dos respondentes mostram-se contrários, em algum grau, à possibilidade da venda de uma das subsidiárias por um baixo preço, a fim de financiar uma distribuição de dividendos aos acionistas, sendo que 65,27% são totalmente contrários à essa decisão, enquanto que, por outro lado, 81,18% dos respondentes mostram-se favoráveis, em algum grau, a evitar qualquer tipo de distribuição aos acionistas, por estar a empresa em iminente insolvência.

Os CFOs mostraram-se favoráveis ao atendimento dos interesses dos credores, já que foram fortemente contrários ao atendimento das necessidades dos acionistas, estando a empresa à beira da insolvência.

Comparando-se aos resultados das respostas obtidas com o trabalho de Adams et al. (2011), naquele caso, da mesma forma, os pesquisados foram mais favoráveis aos interesses dos *stakeholders* do que aos interesses dos *shareholders*.

Neste caso, por tratar-se de público de CFOs, a resposta obtida seria esperada, já que esses profissionais sendo as primeiras referências financeiras da empresa frente ao mercado, estariam se deparando com a questão de explicar aos *stakeholders* credores a ação de socorro aos *shareholders* em momento de quase insolvência da empresa.

Essa questão, apresenta um fator ético bastante forte, pois não se espera que uma empresa que esteja à beira da insolvência adote uma decisão em benefício de seus *shareholders*, estando seus *stakeholders* credores na iminência de verem seus recursos perdidos.

Importante citar, nesta questão, o que aponta EY (2016), pois à medida que os CFOs se tornam o rosto cada vez mais público do desempenho da empresa, eles precisam prestar muita atenção não apenas à legalidade das ações de suas organizações, mas às consequências sociais e éticas.

4.1.4 Questão 5 – comunidade ou shareholders?

A empresa K opera um grande centro de recreação em uma área urbana, que funciona até as 19 horas. Apesar do horário de funcionamento padrão das empresas ser mais longo e, com isso, oferecer maior lucratividade, a empresa K vem optando por manter seu horário de funcionamento, a fim de seguir o perfil da vizinhança próxima. Um dos acionistas da K pede a mudança desta política, aumentando o horário de funcionamento, e assim os lucros. Suponha que você fosse o CFO em K, até que ponto você concordaria com as seguintes propostas?

A empresa deveria ...

- a) Abrir seu centro por quantos dias e horas for financeiramente lucrativo
- b) Manter sua política atual de horas de funcionamento

Respostas Gráficas para a Questão 5:

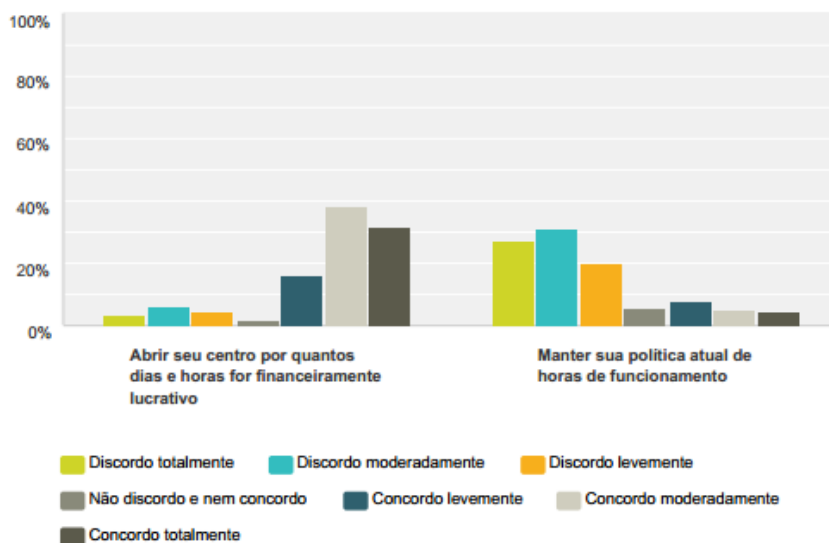


Figura 7. Gráficos de Respostas da Questão 5.

Numericamente, podemos ver as respostas apontadas na Tabela 4:

Tabela 4

Respostas para a Questão 5

	Discordo totalmente	Discordo Moderadamente	Discordo levemente	Não discordo e nem concordo	Concordo levemente	Concordo moderadamente	Concordo totalmente	Total
Abrir seu centro por quantos dias e horas for financeiramente lucrativo	2.93% 7	5.86% 14	4.60% 11	1.26% 3	15.90% 38	38.08% 91	31.38% 75	239
Manter sua política atual de horas de funcionamento	27.20% 65	30.96% 74	20.08% 48	5.44% 13	7.53% 18	5.02% 12	3.77% 9	239

Nesta questão, que apresenta a possibilidade de extensão de atividades de recreação a fim de elevar as receitas, ainda que possa gerar impactos à comunidade, em forma de vizinhança, os profissionais de finanças foram favoráveis à extensão de horário de funcionamento, como mostram a figura 7 e a tabela 4.

Vemos, pelas respostas percentuais, que 85,36% dos respondentes são favoráveis, em algum grau, à abertura do centro de recreações por quantos dias e horas for financeiramente lucrativo para a empresa, sendo que 31,38% são totalmente favoráveis à essa decisão, enquanto que, por outro lado, 78,24% dos respondentes assumem posição contrária, em algum grau, à manutenção da atual política de horas de funcionamento, que beneficia à vizinhança.

Pelas respostas, ficou muito evidente a propensão dos CFOs pelo aumento de lucratividade da empresa em detrimento aos interesses da comunidade vizinha, indo ao encontro ao interesse do acionista que solicitou a expansão do horário de funcionamento do centro de recreação.

Comparando-se aos resultados das respostas obtidas com o trabalho de Adams et al. (2011), naquele caso, da mesma forma, os pesquisados foram fortemente favoráveis aos interesses dos *shareholders* em relação aos interesses dos *stakeholders*, optando pela decisão de abertura do centro de recreações por maior quantidade de horas.

Avaliando-se a literatura, mais uma vez pode-se recorrer a Ross et al (2015, p. 12), segundo o qual “o objetivo da administração financeira é maximizar o valor unitário corrente das ações existentes”, e a abertura do centro de recreações por maior quantidade de horas traria à empresa maior lucratividade, aumentando, com isso, o valor da empresa.

4.1.5 Questão 6 – filosofia corporativa – *shareholders* ou *demais stakeholders*?

A Corporação J está considerando atualizar seu website. Um consultor propõe publicar uma das seguintes declarações sobre Filosofia Corporativa como uma declaração do conselho de administração.

Suponha que você fosse o CFO em J, até que ponto você concordaria com as seguintes propostas?

A empresa deveria adotar a seguinte declaração como sua filosofia corporativa e publicá-la em seu website...

- a) Acreditamos que nossa corporação deve ter um objetivo primordial - criar valor para os acionistas. Se cada corporação fosse fiel a esta missão, como nós somos, o resultado líquido a longo prazo seria uma economia vibrante que produz a maior prosperidade para o maior número de pessoas.
- b) Acreditamos que nossa corporação deve se esforçar para alcançar uma variedade de objetivos às vezes conflitantes. Estes incluem o fornecimento de retornos competitivos aos acionistas, a garantia de um tratamento justo dos funcionários, comportamento responsável com os clientes, a manutenção de bons relacionamentos com os fornecedores e as comunidades locais e a busca de políticas sociais e ambientais confiáveis. Se cada corporação fosse fiel a essas múltiplas missões, como nós somos, o resultado líquido a longo prazo seria fundamentalmente mais decente e a sociedade mais justa.

Respostas Gráficas para a Questão 6:

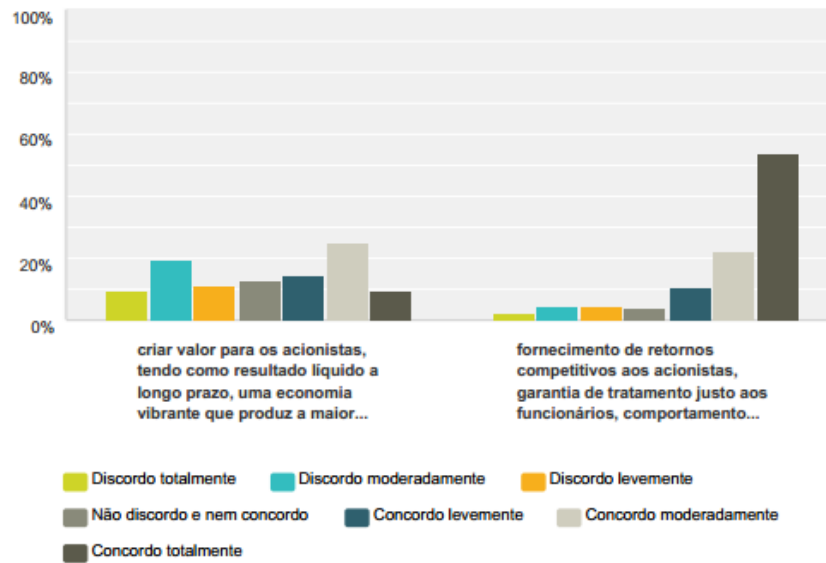


Figura 8. Gráficos de Respostas da Questão 6.

Numericamente, podemos ver as respostas apontadas na Tabela 5:

Tabela 5

Respostas para a Questão 6

	Discordo totalmente	Discordo Moderadamente	Discordo levemente	Não discordo e nem concordo	Concordo levemente	Concordo moderadamente	Concordo totalmente	Total
Criar valor para os acionistas, tendo como resultado líquido a longo prazo, uma economia vibrante que produza maior prosperidade para o maior número de pessoas	9.21% 22	18.83% 45	10.88% 26	12.55% 30	14.64% 35	24.27% 58	9.62% 23	239

Continua

Continuação

	Discordo totalmente	Discordo Moderadamente	Discordo levemente	Não discordo e nem concordo	Concordo levemente	Concordo moderadamente	Concordo totalmente	Total
Fornecimento de retornos competitivos aos acionistas, garantia de tratamento justo aos funcionários, comporta-	2.09% 5	3.77% 9	4.60% 11	3.35% 8	10.46% 25	22.18% 53	53.56% 128	239

mento
 responsável
 com clientes,
 fornecedores,
 comunidade e
 meio
 ambiente,
 tendo como
 resultado
 líquido a
 longo prazo
 uma sociedade
 mais justa

Nesta questão que aborda a divulgação da filosofia da corporação no website da empresa, os profissionais de finanças mostraram-se favoráveis à filosofia de atendimento aos interesses dos *stakeholders* em geral, contra a defesa de geração de lucros aos *shareholders*, como premissa filosófica, conforme mostram a figura 8 e a tabela 5.

Vemos que 48,53% dos respondentes assumem posição favorável, em algum grau, quanto à divulgação no website da empresa, de um texto que filosoficamente defenda a criação de valor aos acionistas, sendo, porém, que apenas 9,62% são altamente favoráveis a essa filosofia, enquanto que 38,92% se mostram contrários, em algum grau, a essa prática, e 12,55% não se posicionaram positivamente e tampouco negativamente.

Por outro lado, 86,20% dos respondentes se posicionaram favoravelmente, em algum grau, pela divulgação no website da empresa, de um texto que defenda a filosofia de atendimento aos interesses dos vários grupos de *stakeholders*, como forma de ter, a longo prazo, uma sociedade mais justa, sendo que 53,56% são altamente favoráveis a essa filosofia.

Comparando-se aos resultados das respostas obtidas com o trabalho de Adams et al. (2011), naquele caso, da mesma forma, os pesquisados foram fortemente favoráveis à divulgação de filosofia empresarial que visasse aos interesses dos *stakeholders* em relação aos interesses dos *shareholders*.

Trazendo-se a comparação dos resultados obtidos com a literatura, é importante ressaltar a teoria de Jensen (2001), que busca unir a Teoria do Equilíbrio de Interesses dos *Stakeholders* à Teoria de maximização de riqueza dos *Shareholders*, oferecendo uma proposta para esclarecer o que ele acreditava ser a relação apropriada entre ambas, chamando-a de maximização do valor “iluminada”. Essa maximização utiliza grande parte da estrutura da teoria dos *stakeholders*, mas aceita a maximização do valor de longo prazo da empresa como critério para fazer os compromissos necessários entre suas partes interessadas.

Como a filosofia escolhida pelos CFOs menciona o atendimento aos interesses de diversos grupos de *stakeholders*, inclusive os *shareholders*, buscando como resultado líquido de longo prazo uma sociedade mais justa, pode-se concluir que essa filosofia esteja alinhada com a teoria de maximização de valor “iluminada” de Jensen (2001) e que os CFOs, da mesma forma, enxergam que a empresa que tem sua riqueza maximizada, terá, em longo prazo, condições de atender aos interesses dos *stakeholders*.

5 Conclusões

Pelas respostas obtidas na amostra de CFOs, observa-se a seguinte distribuição quanto às decisões ao encontro dos interesses dos grupos de *shareholders* ou *stakeholders*:

- a) Questão 2: parcial em favor dos *shareholders* e parcial em favor dos *stakeholders*;
- b) Questão 3: decisão em favor dos *shareholders*;
- c) Questão 4: decisão em favor dos *stakeholders*;
- d) Questão 5: decisão em favor dos *shareholders*;
- e) Questão 6: decisão em favor dos *stakeholders*.

Apresenta-se, dessa forma, um equilíbrio por parte dos CFOs entre suas escolhas, ora em favor aos interesses dos *shareholders*, ora em favor dos *stakeholders*.

Da mesma forma que, como vimos ao longo deste trabalho, discussões no mundo acadêmico e no mundo jurídico, sobre em favor de quem devem ser tomadas as decisões, se em favor dos interesses dos *shareholders* ou em favor dos interesses dos *stakeholders*, constatamos pelas respostas dos CFOs, um equilíbrio de posicionamento, o que leva sua forma de pensar ao encontro do que esperado, em teoria.

Empiricamente, pode-se interpretar os resultados obtidos como sendo frutos de uma busca, por parte dos CFOs, pelos melhores resultados das empresas e do negócio, ao invés da busca pelo atendimento aos interesses de um grupo ou de outro, sendo possível a realização de outros trabalhos, complementares, que poderão validar essa percepção.

Uma vez tendo sido constatados pelos estudos apresentados, que os CFOs têm passado por transformações em suas carreiras, que lhes atribuem maior engajamento estratégico dentro das organizações em que atuam, pode-se presumir que, diante dessas mudanças às quais estão expostos, estejam na busca de soluções, decisões e ações que tragam às empresas a maximização de seus resultados, que à vista de observações iniciais, podem indicar a busca pelo atendimento aos interesses dos *shareholders*, mas que com o passar do tempo, geram a todos os grupos de *stakeholders*, *shareholders* ou não, os melhores resultados e benefícios almejados.

Apesar de não ser possível afirmar que as respostas colhidas representem o pensamento e as ações gerais dos CFOs, que atuam em empresas situadas no Brasil, até por conta de não estarem envolvidas variáveis reais como risco de perda de emprego, perda ou elevação de bônus e outras, o presente trabalho traz à luz a tendência de que esses profissionais, em seu dia a dia, tenham como primazia a otimização de resultados das empresas, através de suas ações e decisões.

Considera-se verdadeira, dessa forma, a hipótese inicial levantada pelo autor, de que esses profissionais agissem como equilibristas, ora buscando atender aos interesses dos *shareholders* e ora buscando atender aos interesses dos demais *stakeholders*, uma vez que esse equilíbrio, como mostrado nos estudos utilizados, podem trazer ao longo do tempo, a preservação ou elevação de valor da empresa e benefícios a todos os públicos envolvidos.

Houve consonância parcial com os resultados obtidos no trabalho de Adams et al. (2011) e houve consonância com a literatura utilizada, pois o equilíbrio de decisões, por parte dos CFOs, conflui com as discussões acirradas, sobre em favor de quais interesses devam ser tomadas as decisões empresariais.

A ciência sobre o comportamento de decisão, por parte da amostra de CFOs deste trabalho, pode contribuir para que as empresas, uma vez interessadas em manter equilíbrio nos processos decisórios, trabalhem seus CFOs, de maneira a utilizá-los como agentes de transformação e de atingimento aos seus objetivos essenciais.

Quanto aos estudos acadêmicos, conhecer as motivações que levam esses profissionais a adotarem tal comportamento torna-se uma lacuna que pode ser preenchida através de um novo trabalho, que vise conhecer as características desses profissionais, tais como idade, gênero, tempo de experiência, porte das empresas onde atuam, tipo de remuneração e benefícios adicionais como bônus e participação nos resultados.

Percebe-se que o tema Governança Corporativa e, dentro dele, as teorias que colocam em confronto os interesses dos *shareholders versus* interesses dos demais *stakeholders*, mantém-se atual, apesar do tempo em que vem sendo estudado.

Da mesma forma, os conflitos diários entre diferentes objetivos, ideias e interesses, dentro das organizações, continuam a merecer estudos e análises, a fim de que as próprias organizações e o meio acadêmico evoluam no conhecimento das diversas motivações que movem os profissionais que vivem dentro desse universo e que, ao mesmo tempo, contribuem para a sua formação.

Referências

- Adams, R. B., Licht, A. N., & Sagiv, L. (2011). Shareholders and stakeholders: How do directors decide? *Strategic Management Journal*, 32(12), 1331-1355.
- Banco Central do Brasil (2016). Cotações cambiais. Autor: Recuperado de <http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpsq.asp?id=txcotacao>
- Berk, J., & Demarzo, P. (2009). *Finanças empresariais: Essencial*. Porto Alegre: Bookman.
- Brenner, S. N., Cochran, P. (1991). The stakeholder theory of the firm: Implications for business and society theory and research. In J. F. Mahon (Ed.) *Proceedings of the International Association for Business and Society* (pp. 449-467).Sundance, UT: International Association for Business and Society.
- Deloitte (2013). A nova função financeira: A descoberta dos papéis do CFO em um mundo em transformação. Recuperado de http://www.deloitte.com.br/publicacoes/2007/cfo_anovafuncaoфинanceira.pdf
- Eisenhardt, K. M. (1985). Control: Organizational and economic approaches. *Management science*, 31(2), 134-149.
- Ernst & Young (2010). The DNA of the CFO. Recuperado de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The-DNA-of-the-CFO-2010/\\$FILE/The-DNA-of-the-CFO-2010.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The-DNA-of-the-CFO-2010/$FILE/The-DNA-of-the-CFO-2010.pdf)
- Ernst & Young (2016). The disruption of the CFOs DNA. Recuperado de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-the-disruption-of-the-CFOs-DNA/\\$FILE/EY-the-disruption-of-the-CFOs-DNA.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-the-disruption-of-the-CFOs-DNA/$FILE/EY-the-disruption-of-the-CFOs-DNA.pdf)
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000). Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk. *Business and society review*, 105(1), 85-106.
- Freeman, R. E. (2001). A stakeholder theory of the modern corporation. *Perspectives in Business Ethics*, 3, 144.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. New Haven: Yale University Press.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California management review*, 25(3), 88-106.
- Freitas, H., Oliveira, M., Saccol, A. Z., & Moscarola, J. (2000). O método de pesquisa survey. *Revista de administração*, 35(3), 105-112.
- Friedman, H. L. (2014). The Strategic CFO? Implications of the CFO's Role and Responsibilities. *AAA 2015 Management Accounting Section (MAS) Meeting*. Recuperado de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2160046>

- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2006). Value destruction and financial reporting decisions. *Financial Analysts Journal*, 62(6), 27-39.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2014). Caderno de boas práticas de Governança Corporativa para empresas de capital fechado: Um guia para sociedades limitadas e sociedades por ações fechadas. São Paulo: Autor. Recuperado de http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Arquivos_Site/Caderno_12.PDF
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2016). Definição sobre Governança Corporativa. São Paulo: Autor. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>
- Instituto Ethos (2016). Definição de negócio sustentável e responsável. São Paulo: Autor. Recuperado de <http://www3.ethos.org.br/conteudo/indicadores/#.WFYSfMrLZ4>
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 8-21.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kreitlon, M. P. (2004). A ética nas relações entre empresas e sociedade: Fundamentos teóricos da responsabilidade social empresarial. Anais do Encontro Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, Curitiba, PR, Brasil, 28. Recuperado de <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2004-gsa-2651.pdf>
- Lamy, A., Fº. (1992). A função social da empresa e o imperativo de sua reumanização. *Revista de Direito Administrativo*, 190, 54-60.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm
- Lopes, A. F. D. A. (2009). *A função social da empresa e suas repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de sociedades anônimas: Uma análise do alcance dos artigos 116, parágrafo único, e 154, da Lei das S/A* (Tese de Doutorado). Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Lucchesi, E. P., & Famá, R. (2007). O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. *Revista de Administração*, 42(2), 249-260.
- Machado, C. A. P., Fº., & Zylbersztajn, D. (2004). A empresa socialmente responsável: O debate e as implicações. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(3), n. 3, p.242-254, jul./set. 2004.
- Malhotra, N. K. (2011). *Pesquisa de marketing: Uma orientação aplicada*(6aed.). Porto Alegre: Bookman.
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho, A. F., Fº., Costa, A. C. F., & Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: Análise de

regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85.

Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. (2004). Definição sobre Governança Corporativa. Paris: Autor. Recuperado de <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 9-35.

Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Lamb, R. (2015). *Administração financeira*. Porto Alegre: AMGH.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Silveira, A. D. M. (2015a). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: Teoria e prática* (2a ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.

Silveira, A. D. M. (2015b). *Is shareholder primacy a reality in Brazil? An analysis of the duties of corporate managers from multiple perspectives*. [Working Paper]. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2628471

Silveira, A. D. M., Yoshinaga, C. E., & Borba, P. D. R. F. (2005). Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. *REGE Revista de Gestão*, 12(1), 33-42.

Vieira, S. (2000). *Como elaborar questionários*. São Paulo: Atlas.

Anexo

Questionário para avaliação de como os CFOs enxergam o atendimento dos interesses de Shareholders e demais Stakeholders.

As respostas terão como opções, para cada item, a) e b) a escala Likert, com a possibilidade de escolha conforme segue:

- 1: Discordo totalmente
- 2: Discordo moderadamente
- 3: Discordo levemente
- 4: Não discordo e nem concordo
- 5: Concordo levemente

- 6: Concordo moderadamente
- 7: Concordo totalmente

Seguem as questões:

Por favor, considere os seguintes cenários hipotéticos e responda às questões.

- 1) A empresa X é uma indústria de bens de consumo. Apesar de considerável concorrência, a empresa X é altamente rentável graças à tecnologia patenteada e alto conhecimento industrial. Em anos recentes, a empresa tem pago apenas pequenos valores como dividendos regulares. A empresa, agora, contempla maneiras para usar sua sobra de capital acumulada. Supondo que você fosse o CFO da empresa X, até que ponto você concordaria com as seguintes proposições?

A empresa deveria...

- a) Reduzir o preço de seus produtos para beneficiar os consumidores
- b) Distribuir virtualmente todos os seus lucros não distribuídos aos seus acionistas

- 2) A Corporação Y tem um negócio deficitário no mercado de mídia de massa. Embora tenha uma marca bem conhecida, a tecnologia de produção de Y é agora obsoleta e seus trabalhadores são relativamente velhos. A única maneira de evitar perdas adicionais seria cessar as operações e liquidar a empresa, caso em que um montante substancial de receitas permanecerá após todos os compromissos serem pagos e os trabalhadores receberem as suas indenizações legais.

Suponha que você fosse o CFO em Y, até que ponto você concordaria com as seguintes proposições?

Depois de cessar as operações e satisfazer obrigações financeiras legais, a empresa deveria...

- a) Distribuir todo o saldo remanescente como dividendos aos seus acionistas
- b) Dedicar metade do saldo aos seus trabalhadores, proporcional ao tempo de serviços prestados a Y, para aliviar suas dificuldades.

- 3) A Corporação Z conduz negócios na indústria do entretenimento por meio de subsidiárias auto lucrativas. A empresa gerencia o serviço de sua dívida e sua situação financeira é apertada. A Corporação Z descobre que a grande maioria de seus acionistas, com mais de 98% de suas ações, precisa de dinheiro.

Suponha que você fosse o CFO em Z, até que ponto você concorda com as seguintes propostas?

A empresa deveria ...

- a) Vender uma de suas subsidiárias por um preço muito baixo para financiar uma distribuição de dividendos aos seus acionistas, apesar do risco de inadimplência
- b) Evitar qualquer tipo de distribuição aos acionistas, uma vez que a empresa se encontra em iminente insolvência

- 4) A empresa K opera um grande centro de recreação em uma área urbana, que funciona até as 19 horas. Apesar do horário de funcionamento padrão das empresas ser mais longo e com isso oferecer maior lucratividade, a empresa K vem optando por manter seu horário de funcionamento, a fim de seguir o perfil da vizinhança próxima. Um dos acionistas da K pede a mudança desta política, aumentando o horário de funcionamento, para aumentar os lucros.

Suponha que você fosse o CFO em K, até que ponto você concordaria com as seguintes propostas?

A empresa deveria ...

- a) Abrir seu centro por quantos dias e horas for financeiramente lucrativo
- b) Manter sua política atual de horas de funcionamento

- 5) A Corporação J está considerando atualizar seu website. Um consultor propõe publicar uma das seguintes declarações sobre Filosofia Corporativa como uma declaração do conselho de administração.

Suponha que você fosse o CFO em J, até que ponto você concordaria com as seguintes propostas?

A empresa deveria adotar a seguinte declaração como sua filosofia corporativa e publicá-la em seu website...

- a) Acreditamos que nossa corporação deve ter um objetivo primordial - criar valor para os acionistas. Se cada corporação fosse fiel a esta missão, como nós somos, o resultado líquido a longo prazo seria uma economia vibrante que produz a maior prosperidade para o maior número de pessoas.
- b) Acreditamos que nossa corporação deve se esforçar para alcançar uma variedade de objetivos às vezes conflitantes. Estes incluem o fornecimento de retornos competitivos aos acionistas, a garantia de um tratamento justo dos funcionários, comportamento

responsável com os clientes, a manutenção de bons relacionamentos com os fornecedores e as comunidades locais e a busca de políticas sociais e ambientais confiáveis. Se cada corporação fosse fiel a essas múltiplas missões, como nós somos, o resultado líquido a longo prazo seria fundamentalmente mais decente e a sociedade mais justa.