



Conselhos de Administração: Ensaio Comparativo sobre as Perspectivas da Teoria da Agência e Teoria do Stewardship

Resumo

A temática sobre governança corporativa tornou-se um elemento amplamente estudado e analisado no mundo acadêmico e no ambiente corporativo. Fatores como o crescimento e desenvolvimento das organizações, a dispersão do capital e os diversos escândalos contábeis propiciados por grandes empresas mundiais, fizeram com que a discussão sobre as boas práticas de gestão se tornasse um elemento essencial no contexto organizacional. Em consequência, os conselhos de administração tornaram-se o foco dos esforços de aprimoramento da governança, visto que sua atuação possui maior flexibilidade e autonomia do que os controles externos para monitorar e ajustar o comportamento das empresas. Assim, considerando a importância dos conselhos para o desenvolvimento e aprimoramento da governança, este ensaio possui o objetivo de descrever, analisar e comparar duas das principais teorias que embasam o tema: a teoria da agência, que representa o referencial teórico *mainstream* e a teoria do *stewardship*, que surge com pressupostos contrários à primeira, analisando a governança sob uma nova ótica. No que se refere à Teoria da Agência, a literatura apresenta resultados que evidenciam que um conselho formado por um número baixo de conselheiros, com um número representativo de membros externos juntamente à não dualidade de acumulação do cargo de gestor da empresa e presidente do conselho contribuem para a minimização dos conflitos e custos de agência. Quanto à Teoria do *Stewardship*, há uma predominância do entendimento de que esta surge com uma visão alternativa e contrária à Teoria da Agência, trazendo um novo modelo de “homem” ou “agente”, que considera não somente seus objetivos pessoais, mas visa, primeiramente, o bem estar da organização.

Palavras-chave: Conselhos de Administração; Teoria da Agência; Teoria do *Stewardship*; Governança Corporativa.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais



1. Introdução

A temática sobre governança corporativa tornou-se um elemento amplamente estudado e analisado no mundo acadêmico, bem como no ambiente corporativo. Apesar de ser uma temática com desenvolvimento recente, com notoriedade expressa a partir da década de 1980, fatores como o crescimento e desenvolvimento das organizações, a dispersão do capital e, principalmente, os diversos escândalos contábeis propiciados por grandes empresas mundiais fizeram com que a discussão sobre as boas práticas de gestão se tornasse um elemento essencial no contexto organizacional.

Assim, os mecanismos de Governança Corporativa podem ser divididos em externos e internos. Dentre os mecanismos externos, destacam-se um sistema legal e regulatório, auditoria externa, agências de *rating*, o ativismo dos *stakeholders* e a mídia. Prontamente, no que se refere aos mecanismos internos, os conselhos de administração tornaram-se um elemento chave e central da temática, sendo o assunto alvo de amplos debates e estudos no que tange à governança corporativa (Aguilera et al., 2015; Daily et al., 2003; Silveira, 2010).

Desse modo, competiu aos referidos conselhos as funções de monitoramento das ações dos executivos e aconselhamento em suas decisões organizacionais cotidianas. Para Stiles e Taylor (2001), os conselhos de administração são o foco dos esforços de aprimoramento da governança corporativa, visto que sua atuação possui maior flexibilidade e autonomia do que os controles externos para monitorar e ajustar o comportamento das empresas.

Nesse sentido, diversos estudos surgiram e ainda surgem com o objetivo de analisar e compreender não somente as estratégias e ações dos mesmos, mas também como sua composição tende a afetar as decisões financeiras e corporativas, relacionando-os às decisões de distribuição de dividendos, estrutura e orçamento de capital (Beasley, 1996; Kang et al., 2007; Miller & Triana, 2009; Bear et al., 2010; Anderson et al., 2011; Hillman, 2015; Low et al., 2015; Nisiyama et al., 2018).

No entanto, a grande maioria dos estudos sobre governança e, conseqüentemente, sobre conselhos de administração estão debruçados sobre a formulação original da teoria da agência proposta por Jensen e Meckling (1976), a qual estabelece os conflitos decorrentes da relação contratual entre agente e principal nos desdobramentos das transações econômicas. Um dos principais pressupostos dessa teoria afirma existir uma relação de conflitos entre os objetivos das partes, onde uma pessoa (agente) é contratada por outra (principal) para executar funções e tarefas que envolvam assuntos estratégicos e tomada de decisão (Jensen & Meckling, 1976; Lacruz, 2020).

O conselho de administração, juntamente ao conselho fiscal e à auditoria independente é definido pelo próprio Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a partir de agora IBGC, como instrumento fundamental para o exercício do controle e gerenciamento da relação entre a propriedade (ou principal) e a gestão (ou agente), buscando minimizar assim os possíveis conflitos de agência, que ocorrem a partir do momento que os objetivos e interesses dos executivos não mais coincidem com os dos proprietários.

Contudo, apesar de a teoria da agência nortear as pesquisas sobre governança, outras teorias se desenvolveram e fizeram com que a temática obtivesse um caráter multiparadigmático, analisando e estudando a governança sob a perspectiva de outras teorias, como a teoria dos custos de transação, teoria da dependência dos recursos, teoria dos stakeholders e teoria do *stewardship*.

Originada nos campos da sociologia e da psicologia, a teoria do *stewardship* se propõe a enxergar a relação entre agente e principal sob uma perspectiva oposta à teoria da agência,



entendendo que os agentes, motivados por outros interesses que não o econômico, podem agir em consonância com os objetivos dos principais.

Assim, considerando a importância dos conselhos para o desenvolvimento e aprimoramento da governança corporativa, bem como para o estudo da relação entre agentes, este ensaio possui o objetivo de descrever, analisar e comparar duas das principais teorias que embasam o tema: a Teoria da Agência, que representa o referencial teórico mainstream e a Teoria do Stewardship, que surge com pressupostos contrários à primeira, analisando a governança sob uma nova ótica.

Para alcançar o objetivo proposto, o ensaio estrutura-se em quatro partes, de modo que a primeira contextualize a importância dos conselhos de administração para o desenvolvimento do tema principal aqui proposto, a segunda aborda a Teoria da Agência e seu entendimento sobre os conselhos, a terceira faz o mesmo, com a Teoria do Stewardship, e, por fim, a última etapa evidencia um comparativo entre ambas as teorias e suas perspectivas principais sobre os conselhos de administração.

2. Referencial Teórico

2.1 Conselhos de Administração

Diante do crescimento e desenvolvimento das empresas, somado à dispersão do capital que tais organizações se submetem para captar recursos com a finalidade de financiar suas operações, é normal que elas passem a ser gerenciadas não somente pelos seus idealizadores e proprietários, mas também por executivos, preparados e habilitados para maximizar o valor da empresa e o retorno dos acionistas.

Assim, diversas teorias e estudos surgiram com o objetivo de analisar a separação entre a propriedade e a gestão do capital (Claessens & Yurtoglu, 2013; Larcker et al., 2007; Short et al., 1999), de modo que a Governança Corporativa tivesse seu surgimento por meio da necessidade de minimizar tais conflitos existentes e crescentes (La Porta et al., 2000).

Apesar de a Governança Corporativa não possuir uma definição consensualmente aceita, pode-se defini-la como um conjunto de mecanismos e boas práticas com o objetivo de alinhar os interesses das partes interessadas, buscando sua satisfação (Brickley & Zimmerman, 2010).

Prontamente, o conselho de administração surge para solucionar o desafio de supervisão dos gestores, sendo um órgão de controle e monitoramento pertencente à Governança Corporativa e principal elo entre os acionistas - detentores do capital - e os executivos - gestores do capital (Monks & Minow, 2001).

Para o IBGC (2015, p. 39), o conselho de administração “é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico”. Suas funções são classificadas, basicamente, como de monitoramento e aconselhamento (Raheja, 2005; Adams & Ferreira, 2007), sendo o monitoramento as atividades de controle dos interesses dos proprietários e o aconselhamento, recomendações quanto às decisões de orçamento e estrutura de capital, além da política de dividendos.

Tal função de aconselhamento tornou-se objetivo de diversos estudos no meio acadêmico, principalmente no que se refere ao tamanho e à diversidade dos mesmos e sua correlação com as decisões ligadas às finanças corporativas, com ampla ênfase nas decisões de estrutura de capital e endividamento (Silva et al., 2011; Nisiyama et al., 2018).

Com grande foco na diversidade dos conselhos, diversas variáveis foram sendo estudadas e correlacionadas com as decisões financeiras. Basicamente, tais variáveis subdividem-se em duas



categorias principais: variáveis observáveis e variáveis mais subjetivas. As variáveis observáveis são aqueles facilmente destacadas, como etnia, gênero, nacionalidade e idade, enquanto as variáveis mais subjetivas, possuem um caráter mais particular e inerente aos sujeitos, como as experiências profissionais anteriores e formação educacional (Kang et al., 2007).

Além disso, verificou-se que uma importante variável de estudo consiste na independência dos conselheiros, isto é, garantia de que estes membros sejam externos à empresa, sem ligação com executivos e *controllers*, além da separação da função de presidente do conselho com a de presidente (CEO) da organização.

No Brasil, estes estudos fundamentam-se, principalmente, na recomendação do IBGC de que “o conselho de administração deve ser composto tendo em vista a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero” (IBGC, 2015, p. 42).

Para comprovar a relevância da variável independência dos conselheiros, Beasley (1996) buscou identificar se a inclusão de um número maior de membros externos no conselho de administração reduz a probabilidade de fraudes nas demonstrações financeiras. Com base em sua amostragem de 75 empresas fraudulentas e 75 não fraudulentas, ele concluiu que as empresas que não cometeram fraudes possuíam um número significativamente maior de membros externos em seus respectivos comitês.

Prontamente, estudos como os de Miller e Triana (2009), Bear, Rahman e Post (2010), e Hillman (2015), demonstraram que um conselho de administração diverso apresenta fatores positivos como criatividade, inovação e melhores soluções de monitoramento. Low, Roberts e Whiting (2015), ao utilizarem uma amostra de empresas asiáticas, demonstraram que um número crescente de mulheres presentes nos conselhos de administração tem um efeito positivo na rentabilidade dos acionistas.

A tabela 1 melhor exemplifica as variáveis utilizadas nas pesquisas sobre os Conselhos de Administração:

Tabela 1. Variáveis utilizadas nas pesquisas sobre Conselhos de Administração

Variável:	Explicação / Hipóteses:	Referências:
Nacionalidade	Diferentes origens sociais e culturais promovem um debate mais amplo, com perspectivas, ideias e conhecimentos distintos.	(Anderson et al., 2011; Nisiyama et al., 2018)
Gênero	A variável gênero faz-se presente em diversos estudos pois resultados apontam que a presença de mulheres nos conselhos tende a aumentar a rentabilidade dos acionistas, pois elas possuem maior compreensão do comportamento dos consumidores e oportunidades para as empresas. Além disso, alguns países europeus aprovaram um sistema de cotas para aumentar a representação de mulheres no governo.	(Anderson et al., 2011; Kang et al., 2007; Low et al., 2015; Nisiyama et al., 2018)
Idade	A diversidade de faixa etária apresenta uma maior pluralidade de opiniões. Conselheiros mais jovens tendem a ser mais criativos e inovadores, além de assumirem riscos mais altos. Conselheiros com mais idade possuem experiência e um nível alto de sabedoria.	(Miller & Triana, 2009; Anderson et al., 2011; Nisiyama et al., 2018)



Independência do Conselho	Conselheiros independentes tendem a ser mais imparciais, melhorando a função de monitoramento do órgão.	(Anderson et al., 2011; Beasley, 1996; Miller & Triana, 2009; Nisiyama et al., 2018)
Dualidade de Funções	A separação das funções de presidência do conselho e de CEO da organização é recomendada por diversos guias e manuais de governança corporativa. De igual modo, seu cumprimento tende a gerar decisões mais imparciais, melhorando a função de monitoramento e aconselhamento.	(Anderson et al., 2011; Bear et al., 2010; Beasley, 1996; Nisiyama et al., 2018)
Formação	A diversidade das áreas de formação do conhecimento, além do grau de escolaridade sugerem diferentes know-how, status e networking, fornecendo diferentes perspectivas e paradigmas cognitivos nas decisões estratégicas.	(Anderson et al., 2011; Nisiyama et al., 2018)
Experiências Profissionais	A diversidade de experiências promove diferentes percepções e soluções de problemas. Uma combinação de diversas experiências tende a fornecer perspectivas amplas de monitoramento e aconselhamento.	(Anderson et al., 2011; Nisiyama et al., 2018)

Fonte: Elaboração Própria.

Principalmente por conta dos motivos citados, somado ainda aos escândalos financeiros propiciados por grandes organizações, os conselhos de administração passaram a representar uma das principais ferramentas de governança. Em consequência, tornaram-se também objeto de diversos estudos empíricos (Beasley, 1996; Kang et al., 2007; Miller & Triana, 2009; Anderson et al., 2011; Low et al., 2015), tendo sua composição correlacionada com decisões ligadas às finanças corporativas e análise de desempenho e performance.

No que se refere à composição do endividamento e de estrutura de capital, Nisiyama e Nakamura (2018), por exemplo, propuseram a evidenciar a influência da diversidade do conselho de administração no endividamento contábil e financeiro das empresas brasileiras. Os resultados apontaram para uma associação positiva entre a diversidade do conselho e o endividamento das organizações.

Na mesma direção, Silva, Santos e Almeida (2011) analisaram a influência do conselho nos níveis de endividamento de 129 empresas listadas na então BM&F Bovespa e seus resultados apresentaram relação positiva apenas com as dívidas de curto prazo. Além disso, pesquisas empíricas como as de Alves, Couto e Francisco (2015) e Wen, Rwegasira e Binderbeek (2002) mostraram que a composição do conselho de administração influencia na estrutura de capital e no endividamento também de empresas de países estrangeiros.

Assim, compreender o Conselho de Administração é, por consequência, compreender as decisões e o comportamento das organizações no ambiente corporativo (Bebchuk & Weisbach, 2010), visto que os mesmos se tornaram instrumento indispensável para representar os interesses dos acionistas, além de exercer o importante papel de monitoramento e aconselhamento do processo de tomada de decisão.

Em sequência, será tratada a temática dos conselhos de administração com base nas perspectivas da Teoria da Agência e da Teoria do Stewardship, fazendo uma análise comparativa entre elas.



2.2 Teoria da Agência e Conselhos de Administração

Para iniciar a temática referente à Teoria da Agência, faz-se necessário esclarecer que o crescimento e desenvolvimento das organizações provocou mudanças em sua estrutura societária. A necessidade crescente das empresas em captar recursos para financiar suas operações fez com que a estrutura societária de um único ou de um pequeno grupo de sócios se transformasse em um grande grupo de acionistas. Nesse sentido, a necessidade de profissionalização da gestão, conforme citado anteriormente, provocou a separação entre os acionistas (detentores do capital) e os administradores (gestores do capital investido).

Diante dessa mudança, consiste como proposição da Teoria da Agência analisar os conflitos decorrentes da separação da propriedade e gestão do capital e a divergência de interesses que ocorre na relação principal-agente (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). A tabela 2, elaborado por Eisenhardt (1989), resume os principais pressupostos da Teoria da Agência.

Tabela 2. Pressupostos da Teoria da Agência

Ideia principal	Relacionamento principal-agente deve refletir uma organização eficiente de informação e custos de gerenciamento de riscos.
Unidade de análise	Contratos entre principal e agente.
Pressupostos humanos	Oportunismo, Racionalidade limitada, Aversão ao risco.
Pressupostos organizacionais	Conflito de metas, Eficiência como critério de efetividade, Assimetria de informação entre principal e agente.
Pressupostos informacionais	Informação vista como algo que pode ser comprado.
Problemas de contratação	Agência: dano moral e seleção adversa, Compartilhamento de riscos.
Problema prioritário	Relacionamentos nos quais principal e agente divergem em metas e preferências de risco.

Fonte: Eisenhardt (1989).

Conforme observa-se nos pressupostos da Teoria da Agência, o problema prioritário concentra-se no fato de que o principal e o agente divergem em metas, objetivos e preferências de risco. Essa relação de agência foi definida por Jensen e Meckling (1976, p. 308) como um “contrato sob o qual uma ou mais pessoas (principal/principais) empregam outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente”.

Apesar de a relação de agência mais conhecida caracterizar-se entre os acionistas e os gestores, diversas outras relações podem ser estabelecidas no contexto organizacional. Como exemplo, os credores esperam que os agentes cumpram com os contratos estabelecidos; os clientes esperam que os agentes entreguem seus produtos com maior qualidade, menor prazo e menor custo possível; o governo espera que os agentes cumpram com as obrigações tributárias, fiscais e previdenciárias.

Em algum momento, esta relação estabelecida resulta em um conflito de agência, quando as decisões e interesses dos executivos não mais coincidem com as pretensões impostas pelos proprietários (Brickley & Zimmerman, 2010; Kreuzberg et al., 2019). Esses conflitos resultam em custos de agências, que podem ser definidos de acordo com Lacruz (2020)

a soma de gastos com monitoramento do principal sobre as atividades dos agentes; gastos do agente para mostrar ao principal que suas atividades não são prejudiciais a ele; e perdas residuais decorrentes de divergências entre as decisões dos agentes e aquelas que maximizariam o bem-estar do principal, apesar do uso do monitoramento pelo principal e do alinhamento pelo agente (p. 477).



Sob a perspectiva da Teoria da Agência, a Governança Corporativa, principalmente por meio de seu mecanismo principal denominado Conselho de Administração, aparece com a finalidade de minimizar os conflitos e, conseqüentemente, os custos de agência, incumbindo-se de monitorar as decisões dos gestores e aconselhá-los quanto às estratégias de financiamento, investimento e distribuição de dividendos.

Em uma organização com capital disperso, o principal objetivo do conselho de administração consiste em alinhar os interesses dos gestores e acionistas. Já em organizações com capital concentrado, o objetivo do conselho fixa-se em alinhar os objetivos dos acionistas majoritários aos dos minoritários.

Segundo teóricos da Teoria da Agência e de seus problemas decorrentes, um conselho de qualidade, capaz de executar suas atividades de monitoramento e aconselhamento com eficiência é aquele formado por uma quantidade expressiva de diretores independentes, isto é, externos à organização, onde o presidente do conselho não acumule a função de CEO da empresa e que a quantidade de conselheiros seja pequena (Fama & Jensen, 1983; Lipton & Lorsch, 1992).

No que se refere ao tamanho do conselho de administração, Lipton e Lorsch (1992) afirmam que um número de membros aceitável para um conselho de administração deve limitar-se a dez conselheiros, sendo preferível oito ou nove, visto que um número maior de membros tende a causar problemas de comunicação e de coordenação. Posteriormente, alguns estudos testaram esta afirmação e encontraram relação negativa do tamanho do conselho com o ROI e pelo Índice Valor Mercado (Eisenberg et al., 1998; de Andres et al., 2005; Correia et al., 2014).

Tratando-se da composição do conselho por membros externos e que não acumule a função de CEO da empresa e presidência do conselho, Fama (1980) pressupõe que a presença de membros externos tende a diminuir os problemas de aliança e de apropriação da riqueza dos acionistas, que surgem mais abrangentemente quando os gestores da empresa também controlam o conselho de administração. Já, na dualidade de presidente do conselho e CEO da empresa, o argumento da ineficiência consiste no fato de o mesmo não poder exercer as funções excluindo seus interesses pessoais.

2.3 Teoria do Stewardship e Conselhos de Administração

A Teoria do Stewardship teve suas origens na psicologia e sociologia e propôs uma nova visão do modelo de homem ou agente, até então entendido como um ser que age em função de seus próprios benefícios. Para esta teoria, os agentes abdicam de seus objetivos pessoais e passam a agir em favor da organização.

Assim, essa Teoria parte da premissa de que os gerentes administram e controlam os ativos em benefício da empresa, reconhecendo a existência de motivadores não financeiros que afetam o comportamento gerencial (NORDBERG, 2010). A principal fundamentação para esta afirmativa resulta do trabalho publicado pelo psicólogo Abraham Maslow, intitulado “*A theory of human motivation*”, onde o autor elaborou uma pirâmide das necessidades humanas, tendo em sua base as necessidades primárias, como fisiologia, de segurança e social, e em seu topo necessidades mais complexas, como estima e autorrealização. Desse modo, os agentes agem em benefício da empresa buscando alcançar os níveis superiores da pirâmide, que são motivadores de seus respectivos comportamentos.

Segundo Hernandez (2008, p. 121), a Teoria do Stewardship pode ser definida como “um resultado de comportamentos de liderança que promovem um senso de responsabilidade pessoal nos seguidores pelo bem estar de longo prazo da organização e da sociedade”.



No contexto proposto pela Teoria do Stewardship, os gestores não são motivados por metas individuais e optam por atuar como “stewards”, cujas motivações estão alinhadas com os objetivos organizacionais (Davis et al., 1997). Além disso, esta teoria insere nas estruturas organizacionais a figura de um líder e seguidores, onde o objetivo do primeiro fixa-se em gerar confiança interpessoal e institucional e motivação em seus seguidores, que devem agir com coragem e moral a serviço da organização (Hernandez, 2008).

Com base em estudos que analisam a Teoria do Stewardship e suas implicações para a Governança Corporativa, mais precisamente para seu mecanismo de controle e assessoramento (os conselhos de administração), é possível extrair que o desempenho da empresa tende a melhorar quando a estrutura de governança facilita as ações dos gestores (Donaldson & Davis, 1991).

Pode-se concluir ainda que, sobre a perspectiva dessa teoria, cabe ao conselho de administração possibilitar maior liberdade para a tomada de decisão dos gestores, visto que os mesmos agem de modo a alcançar os melhores resultados para a organização.

Song, Van Hoof e Park (2017) analisaram o impacto da composição do conselho no desempenho de restaurantes sob a perspectiva da teoria do stewardship. Utilizando apenas a variável proporção de conselheiros internos e externos como medida para composição, a análise de regressão, realizada em 25 restaurantes, relevou um impacto insignificante desta composição no desempenho empresarial. Em oposição à teoria da agência, os autores concluíram que uma proporção maior de membros internos aumenta o desempenho operacional, visto que estes possuem maior experiência com a organização e com o setor de atuação, sendo mais capacitados para responder às oportunidades e ameaças proporcionadas pelo ambiente externo.

Alcançando resultado parecido, a pesquisa de Balasundaram (2013) explorou a relação entre a composição do conselho e desempenho financeiro de hotéis e restaurantes no Sri Lanka. Os resultados revelaram que um maior percentual de diretores internos melhora o retorno sobre o ativo e o retorno sobre o patrimônio líquido. Contudo, o fato de terem utilizado a regressão simples como método de análise e terem mesclado dois setores empresariais, impossibilitaram a generalização de seus resultados.

Desse modo, diferentemente da Teoria da Agência, estudos que relacionam o conselho de administração, sua composição, seus objetivos e ações com a Teoria do Stewardship ainda são pouco explorados. Um dos motivos que podem explicar a ausência destes estudos é o fato de o referencial teórico pertencente à Teoria da Agência ser predominante em estudos de Governança Corporativa (Daily et al., 2003; Filho et al., 2008).

2.4 Comparativo entre a Teoria da Agência e Teoria do Stewardship

Visando atender ao objetivo final do artigo, faz-se necessário apontar os principais pontos de aproximação e distanciamento da Teoria da Agência e da Teoria do Stewardship, visto que ambas configuram importantes (se não principais) bases conceituais para o desenvolvimento da temática de Governança Corporativa.

Para Davis, Schoorman e Donaldson (1997), existe uma série de dimensões onde os pressupostos das Teorias da Agência e do Stewardship se diferenciam e tais dimensões podem ser caracterizadas como fatores psicológicos e fatores situacionais.

Sobre os fatores psicológicos, destaca-se o amplo debate entre o modelo de “homem” ou agente já descrito nas seções anteriores. Enquanto para a Teoria da Agência, os gestores estão preocupados em alcançar seus próprios objetivos, a Teoria do Stewardship preconiza que os gestores agem de modo a alcançar os objetivos organizacionais. A fundamentação para a existência



do modelo de homem proposto pela Teoria do Stewardship baseia-se na visão de Argyris (1973), que classificou a visão de homem econômico (proposto pela teoria da agência) como simplista e ratificou que existem outros objetivos a serem alcançados que não apenas os financeiros, como, por exemplo, a autorrealização (Argyris, 1973). Além disso, o estudo encontrou distinção entre as teorias nos pressupostos sobre motivação, identificação e uso de poder no contexto da relação hierárquica (Davis et al., 1997).

Sobre a motivação, a Teoria da Agência aborda os níveis mais baixos da pirâmide da motivação humana (como as necessidades fisiológicas, de segurança e sociais/econômicas), enquanto a Teoria do Stewardship foca nos níveis mais altos (como a estima e a autorrealização).

Quanto à identificação, a Teoria da Agência está ligada a baixos níveis de comprometimento, enquanto a Teoria do Stewardship relaciona-se com altos níveis de comprometimento com os objetivos e focos da organização.

Por fim, o uso do poder no contexto da relação hierárquica na Teoria da Agência é de caráter institucional, isto é, a relação agente-principal é baseada na legitimidade do cargo ocupado. Já na Teoria do Stewardship, a relação configura-se por meio da identificação de uma pessoa para com a outra, desenvolvida com o passar do tempo e sem a influência das posições formais ocupadas na organização.

Sobre os fatores situacionais, Davis, Schoorman e Donaldson (1997) classificaram as distinções na filosofia de gestão, orientação ao risco, prazos e objetivos. A tabela abaixo, apresentado pelos próprios autores, resume as principais diferenças entre as teorias, trazendo as dimensões e pressupostos de cada uma delas.

Tabela 3. Diferenças entre a Teoria da Agência e Teoria do Stewardship

	Teoria da Agência	Teoria do stewardship
Modelo de homem	Homem econômico	Auto realização
Comportamento	Servir a si	Servir à coletividade
Mecanismos psicológicos		
Motivação	Extrínseca Baixa ordem / necessidades econômicas (psicológicas, segurança, econômicas)	Intrínseca Necessidades de alta ordem (crescimento, auto realização)
Comparação social	Outros executivos	Líder (principal) (valores internos)
Poder	Institucional (legitimado, coercivo, recompensa)	Pessoal (conhecimento, competência)
Mecanismos situacionais		
Filosofia de gestão	Orientada a controle	Orientada ao envolvimento
Orientação para o risco	Mecanismos de controle	Confiança
Tempo	Curto prazo	Longo prazo
Objetivo	Controle de custo	Melhoria do desempenho
Diferenças culturais		
	Individualismo	Coletivismo
	Alta distância do poder	Baixa distância do poder

Fonte: Davis, Schoorman e Donaldson (1997)

No entanto, apesar das diversas diferenças e contraposições expostas acima, existem autores que consideram as teorias como complementares, ao invés de opostas, permitindo a adoção



simultânea de dimensões mais correlacionadas com a Teoria da Agência e outras com a Teoria do Stewardship (García-Ramos & García-Olalla, 2014; Madison et al., 2016).

Complementando a tabela 3, Madison et al (2016) apresentaram um comparativo de ambas as teorias acrescentando a variável Governança.

Tabela 4. Diferenças entre as teorias com a variável “governança”

	Teoria da Agência	Teoria do Stewardship
Trabalho Fundamental	Jensen and Meckling (1976)	Davis et al (1997)
Relação	Com base na relação principal-agente: descreve os comportamentos do agente em nível individual e os mecanismos de governança da agência em nível de empresa que são implementados em resposta	Com base na relação principal-agente: descreve os comportamentos do steward em nível individual e os mecanismos de governança de stewardship em nível da empresa que são implementados em resposta
Suposição	Modelo econômico de homem	Modelo humanístico de homem
Comportamento	Oportunista: individual/servir a si	Pró Organizacional: coletivo/servir à coletividade
Governança	Sistemas de monitoramento e incentivo: mecanismos para coibir o comportamento oportunista alinhando os interesses do gerente com os do principal	Sistemas de confiança: mecanismos para encorajar a cooperação e envolvimento para facilitar o alinhamento natural de interesses entre o gerente e o principal
Resultado	Desempenho da empresa de forma a minimizar os custos	Desempenho da empresa de forma a maximizar as riquezas

Fonte: Elaborado pelos autores, adaptado de Madison et al (2016).

Para concluir, no que se refere à maneira pela qual ambas as teorias enxergam os conselhos de administração, como elemento central da governança corporativa, é possível apontar algumas diferenças. Primeiramente, conforme exposto no quadro acima, a Teoria da Agência visualiza a implantação da Governança Corporativa como forma de coibir ou minimizar os conflitos de agência oriundos das diferenças de interesses entre o agente e o principal. Nesse sentido, o conselho de administração assume o importante papel de controlar, monitorar e aconselhar os gerentes objetivando a diminuição de tais conflitos. Na Teoria do Stewardship, a Governança é vista como um instrumento de cooperação e encorajamento para facilitar o alinhamento de interesses entre as partes, que ocorre de forma natural. Nesse sentido, o conselho de administração assume o papel de propiciar maior liberdade para a tomada de decisão dos gestores, visto que os mesmos buscam alcançar o melhor para a organização.

Sob a perspectiva da Teoria da Agência, é possível encontrar diversos estudos que correlacionam a composição do conselho de administração como forma de minimizar os custos de agência e de alcançar maior eficiência organizacional. Alguns estudos indicaram que um conselho de administração formado por um número baixo de conselheiros, com uma quantidade expressiva de membros externos e sem a ocorrência da dualidade de funções (presidente do conselho acumula a função de CEO) tende a apresentar melhores resultados frente aos problemas de agência mencionados (Fama & Jensen, 1983; Lipton & Lorsch, 1992).

Já, sob a perspectiva da Teoria do Stewardship, ainda são escassos os estudos que relacionam sua composição, ações e estratégias com a teoria. No entanto, aqueles que foram realizados obtiveram ideias opostas à teoria da agência, admitindo que um número superior de conselheiros internos melhora o desempenho da organização, visto que a assimetria da informação é reduzida. Além disso, um número alto de conselheiros externos pode ser prejudicial



principalmente pelo fato de os mesmos não terem as informações estratégicas necessárias. Por fim, considerar novos modelos de governança, principalmente em ambientes menos competitivos, como organizações sem fins lucrativos e de economia solidária podem apresentar ampla relevância para o desenvolvimento da temática (Balasundaram, 2013; Song et al., 2017).

3. Conclusões

Considerando a importância dos conselhos de administração para o desenvolvimento da temática de Governança Corporativa, o objetivo deste ensaio consistiu em analisar os mesmos sob a ótica da Teoria da Agência, teoria predominante nas publicações sobre o tema, e a Teoria do Stewardship, teoria que configura uma abordagem contrária à primeira, considerando novos pressupostos e apresentando uma visão alternativa para embasar as boas práticas de gestão.

No que se refere à Teoria da Agência, por tratar-se do *mainstream*, os estudos publicados visaram identificar as ações, objetivos e estratégias que norteiam os conselhos. Além disso, a literatura apresenta resultados que evidenciam que um conselho formado por um número baixo de conselheiros, com um número representativo de membros externos juntamente à não dualidade de acumulação do cargo de gestor da empresa e presidente do conselho contribuem para o alcance do objetivo de minimização dos conflitos e custos de agência e um maior alinhamento dos objetivos dos agentes e dos principais.

Quanto à Teoria do Stewardship, há uma predominância do entendimento de que esta surge com uma visão alternativa e contrária à Teoria da Agência, trazendo um novo modelo de “homem” ou “agente”, que considera não somente seus objetivos pessoais, mas visa, primeiramente, o bem estar da organização. Em complementação, esta perspectiva visualiza um número maior de conselheiros internos como variável favorável para o alcance dos objetivos, pois estes membros conhecem melhor as estratégias e os objetivos organizacionais, além de possuírem uma visão ampla das oportunidades e ameaças proporcionadas pelo ambiente.

Apesar disso, também existem autores que acreditam na complementação de ambas as teorias, aceitando a premissa de que organizações podem adotar pressupostos das duas teorias simultaneamente. No entanto, ainda são escassos estudos que analisam os conselhos de administração sob a perspectiva desta, sendo este a principal sugestão para estudos e pesquisas futuras.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217–250. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x>
- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. *Academy of Management Annals*, 9(1), 483–573. <https://doi.org/10.1080/19416520.2015.1024503>
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). The Economics of Director Heterogeneity. *Financial Management*, 40(1), 5–38. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01133.x>
- Argyris, C. (1973). Some Limits of Rational Man Organizational Theory. *Public Administration*



Review, 33(3), 253. <https://doi.org/10.2307/974803>

- Balasundaram, N. (2013). Board of directors' characteristics and financial performance: A case study of selected hotels and restaurants in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, 1, 018–025.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207–221. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2>
- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4), 443–465. JSTOR.
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The State of Corporate Governance Research. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 939–961. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp121>
- Brickley, J. A., & Zimmerman, J. L. (2010). Corporate governance myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 235–245. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.002>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2014). Determinantes da Eficiência de Conselhos de Administração de Empresas negociadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 8(21), 46–57. <https://doi.org/10.11606/rco.v8i21.63219>
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *The Academy of Management Review*, 28(3), 371–382. <https://doi.org/10.2307/30040727>
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20–47. <https://doi.org/10.2307/259223>
- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance*, 13(2), 197–210.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 21.



- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325.
- Filho, J. R. F., Ventura, E. C. F., & Oliveira, M. J. de. (2008). Governança e participação no contexto das cooperativas de crédito. *Revista de Administração FACES Journal*, 7(3), Article 3. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2008V7N3ART123>
- García-Ramos, R., & García-Olalla, M. (2014). Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach. *Journal of Management & Organization*, 20(3), 313–332. <https://doi.org/10.1017/jmo.2014.23>
- Hernandez, M. (2008). Promoting Stewardship Behavior in Organizations: A Leadership Model. *Journal of Business Ethics*, 80(1), 121–128. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9440-2>
- Hillman, A. J. (2015). Board Diversity: Beginning to Unpeel the Onion. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 104–107. <https://doi.org/10.1111/corg.12090>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194–207. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00554.x>
- Kreuzberg, F., Vicente, E. F. R., Kreuzberg, F., & Vicente, E. F. R. (2019). Where are We Heading? An Analysis of the Corporate Governance Literature. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(1), 43–66. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019170381>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lacruz, A. J. (2020). Considerações teóricas sobre governança corporativa no terceiro setor à luz da teoria da agência. *Cadernos EBAPE.BR*, 18(3), 473–485. <https://doi.org/10.1590/1679-395120190007>
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.4.963>
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77.



- Low, D. C. M., Roberts, H., & Whiting, R. H. (2015). Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 381–401. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.02.008>
- Madison, K., Holt, D. T., Kellermanns, F. W., & Ranft, A. L. (2016). Viewing Family Firm Behavior and Governance Through the Lens of Agency and Stewardship Theories. *Family Business Review*, 29(1), 65–93. <https://doi.org/10.1177/0894486515594292>
- Miller, T., & Triana, M. D. C. (2009). Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity–Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755–786. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x>
- Monks, R., & Minow, N. (2001). Corporate Governance. In *The Journal of Finance* (Vol. 51). <https://doi.org/10.2307/2329384>
- Nisiyama, E. K., Nakamura, W. T., Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversidade do Conselho de Administração e a Estrutura de Capital. *Revista de Administração de Empresas*, 58(6), 551–563. <https://doi.org/10.1590/s0034-759020180604>
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283–306. JSTOR.
- Short, H., Keasey, K., Wright, M., & Hull, A. (1999). Corporate governance: From accountability to enterprise. *Accounting and Business Research*, 29(4), 337–352.
- Silva, E. dos S., Santos, J. F. dos, Almeida, M. A., Silva, E. dos S., Santos, J. F. dos, & Almeida, M. A. (2011). Conselho de Administração: Uma análise da influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(41), 440–453. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v13i41.835>
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo* (1ª edição). Elsevier.
- Song, S., Hoof, H. V., & Park, S. (2017). *The impact of board composition on firm performance in the restaurant industry: A stewardship theory perspective*. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-05-2016-0283>