

CONFLITOS EMPRESARIAIS: o acordo de quotistas como mecanismo de governança Corporativa para pequenas e médias empresas

VINÍCIUS CASTANHO KLEINERT

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ (UNIVALI)

ELEANDRA MARIA PRIGOL MENEGHINI

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ (UNIVALI)

JEFERSON LANA

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ (UNIVALI)

ROSILENE MARCON

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ (UNIVALI)

Agradecimento à orgão de fomento:

Este trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES), através do Programa de Suporte à Pós-graduação de Instituições de Ensino Comunitárias (PROSUC), de acordo com a Portaria CAPES nº. 149/2017.

CONFLITOS EMPRESARIAIS: O Acordo de Quotistas como Mecanismo de Governança Corporativa para Pequenas e Médias Empresas

1. INTRODUÇÃO

Os antecedentes teóricos da Teoria da Agência apontam a existência de conflitos derivados de assimetrias de interesse (Martinez, 1998) e de informação (Eisenhardt, 1989) entre principal e agente nas organizações. Nesse sentido, mecanismos de governança corporativa (GC) surgem para mitigar tais assimetrias, tais como os acordos entre sócios, como o Acordo de Acionistas (AA) para sociedades anônimas (Carvalho, 2012; Rovai, et al., 2017) e o Acordo de Quotistas (AQ) (Gomes & Oliveira, 2016; Amaral, 2017) para sociedades limitadas. Desse modo, este estudo apresenta o AQ como um Mecanismo Interno de Governança Corporativa (MIGC) para empresas limitadas (Ltda) e analisa a assimetria de informação existente entre os sócios e o seu consequente impacto para composição do AQ. Entretanto, para se compreender a relevância desta análise, é importante assimilar uma sensível mudança acontecendo na estrutura de propriedade das empresas, de modo geral, no último século.

Nesse contexto, os estudos de Berle e Means (1932) constataram a alteração na formatação das companhias e o consequente aumento da complexidade dos fenômenos empresariais. Essa alteração é representada pela impossibilidade de o principal da empresa deter o controle sobre todos os setores desta, obrigando-o a delegar funções executivas a agentes. Observa-se a continuidade no desenvolvimento da ideia inicial proposta por Berle e Means (1932) – a relação entre principal e agente – no estudo de Jensen e Meckling (1976), os quais solidificaram a Teoria da Agência. Nesse estudo, os autores demonstraram que os conflitos entre principal-agente são preponderantemente originados da assimetria de informação e interesses existentes entre eles.

Este paradigma, entretanto, é quebrado no trabalho de Young, et al., (2008). Os autores demonstraram a preponderância de conflitos em países emergentes, originados da relação principal-principal. Esse fenômeno surge a partir da estrutura das firmas, em que a propriedade é concentrada e os negócios têm características familiares, sistema legal que não resguarda os direitos dos acionistas minoritários. Consequentemente, criou-se um novo campo para conflitos, ainda que este não seja exclusivo de países emergentes (Calabrò, et al., 2017). Dessa forma, os conflitos de agência originados da assimetria de informação e interesses servem de base para o estudo do fenômeno ora observado – a relação entre os sócios e a composição do AQ. Esse acordo representa um MIGC, destinado a mitigar conflitos entre sócios com o objetivo de reduzir a assimetria de informação entre os principais das empresas Ltda e fornecer, dessa forma, maior clareza para a sua gestão. A motivação para o estudo desse MIGC corresponde às necessidades observadas na realidade brasileira.

Estudos demonstraram que conflitos observados entre sócios ocorrem, via de regra, em países com sistema legal de baixa proteção aos direitos dos acionistas, bem como devido à concentração da estrutura de propriedade (Mutlu, et al., 2015; Peng & Sauerwald, 2013). Nesse sentido, segundo o ranking do Banco Mundial (2019), o Brasil somou 4,1 pontos na escala de proteção dos direitos legais dos acionistas minoritários em 2018, estando atrás de países como Azerbaijão, Nigéria e Gana. Essa pontuação varia de 1 a 7, sendo 1 para desprotegido e 7 para totalmente protegido. O país vem perdendo diversas posições no ranking desde 2007, caindo da 46ª posição para a 62ª, em 2018. Por outro lado, o universo das empresas Ltda corresponde à quase totalidade de companhias existentes no cenário nacional e engloba desde pequenas até grandes empresas. Dessa forma, estudar um MIGC capaz de ser implementado em empresas com essas características parece fazer sentido, tanto do ponto de vista acadêmico quanto no âmbito profissional.

Desse modo, por meio de uma *survey experiment*, objetivou-se demonstrar a relevância do AQ como mecanismo de GC, além de analisar de que forma as assimetrias de informação entre principais alteram a percepção de importância da composição de cláusulas no acordo entre sócios. Como resultado, identificou-se que a assimetria de informação alterou a percepção de necessidade dentro da construção de um acordo entre sócios na maioria das cláusulas testadas. Este artigo contribui teoricamente ao demonstrar a relação entre a assimetria de informação e a composição de um mecanismo de GC. Também inova ao passo que evidencia o AQ dentro da área de gestão, como um dos poucos mecanismos de GC viável para as empresas Ltda de diferentes dimensões e ao relacionar, por meio de um experimento, a Teoria da Agência com a composição de um MIGC.

2. DESENVOLVIMENTO TEÓRICO E HIPÓTESES

2.1 Teoria da Agência e Sistemas Legais

A economia moderna sustenta que os seres humanos agem de forma racional, buscando decisões ótimas, que resultem em benefícios próprios. O homem econômico é egoísta e age de forma racional para maximizar seus resultados (Sen, 1992). Nesse contexto, surge a Teoria da Agência e seus conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976), que são gerados principalmente por dois aspectos: a assimetria de interesses (Martinez, 1998) e a assimetria de informação (Eisenhardt, 1989).

Desde a obra central sobre Teoria da Agência, muitos estudos foram desenvolvidos com base na relação principal-agente, entretanto, uma nova conjuntura empresarial, consubstanciada na pluralidade de sócios, reflete a quebra desse paradigma, inclinando novos estudos para o conflito entre os próprios acionistas das empresas (Peng & Sauerwald, 2013; Young et al. 2008). Nesse sentido, a academia percebe que os conflitos entre sócios incidem em custos de agência e devem ser objeto de atenção dentro das companhias. A principal característica desses conflitos provém, principalmente, da relação entre acionistas minoritários e majoritários, em que estes buscam expropriar direitos daqueles (Denis & McConnell, 2003; La Porta, et al., 1999; Johnson, et al., 2000). E esses conflitos principal-principal guardam uma importante relação com as raízes jurídicas de cada país.

No estudo de Johnson et al. (2000), que demarcou esta dimensão na governança corporativa, promoveu-se um comparativo entre empresas situadas em países regidos pelo *common law*, direito francês, germânico e escandinavo (sendo estes últimos três englobados no sistema da *civil law*). A análise contou com observações de empresas pertencentes a 49 países, fugindo da linearidade das pesquisas da época, que abordavam Estados Unidos, Japão e Alemanha, e vindo a focar na observação dos efeitos das leis governamentais de proteção aos investidores. Como conclusão, o estudo identificou que países oriundos do sistema jurídico da *common law* possuem maior proteção aos investidores do que países de *civil law*, impactando diretamente na estrutura de propriedade dessas empresas. Cabe ressaltar que o *civil law*, oriundo do direito francês – do qual o Brasil bebe da fonte – mostrou ser o menos eficaz na proteção dos direitos de investidores/acionistas.

Entende-se que os autores buscam demonstrar que esse fator justifica a grande diferença existente entre o número de empresas listadas nas bolsas de valores daqueles países, em comparação ao do sistema jurídico da *common law*. Em outro estudo, La Porta et al. (1999), demonstraram que em países com sistema legal enfraquecido há maior concentração de propriedade nas companhias, o que favorece os conflitos entre acionistas, preponderantemente majoritários e minoritários. Entretanto, importante destacar que os conflitos de agência percebidos desde a década de 30 até os dias atuais, seja no contexto principal-agente ou

principal-principal, requisitaram da academia e do mercado um grande esforço para apresentar ferramentas eficientes de gestão. E das soluções propostas, a mais conhecida e aplicada é a GC.

2.2 Governança Corporativa

Em 2013, o Brasil tornou-se signatário da Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais da OCDE, sancionando o compromisso internacional por meio da Lei 12.846/2013 (Brasil, 2013). O texto legal dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas, em decorrência de práticas de atos ilícitos contra administração pública, nacional ou estrangeira (Santos Júnior & Pardini, 2013). Esta Lei inseriu, no ordenamento jurídico pátrio, as primeiras obrigações e consequências legais relacionadas aos princípios dispostos da GC.

No universo acadêmico, a GC surge com o objetivo de apresentar respostas e proposições para os conflitos observados pela Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976). Com vistas a diminuir as assimetrias de interesses e de informações, os estudos começaram a apresentar diversas possibilidades e mecanismos à firma, com o objetivo de proporcionar um melhor alinhamento da empresa com a gestão profissional. Os mecanismos são dos mais variados, sempre cumprindo com os objetivos de alinhamento e transparência que norteiam a GC. Dentre os mecanismos internos, pode-se destacar o CA, órgão capaz de regular e fiscalizar a gestão da empresa; a Política de Bônus, que visa alinhar interesses entre os sócios com os seus agentes a fim de diminuir a assimetria de interesses entre principal-agente através de incentivos financeiros; o Conselho Fiscal, que realiza a fiscalização dos livros contábeis da empresa (Aguilera, et al., 2015; Bueno, et al., 2018). Há também os mecanismos externos de GC, menos conhecidos, mas de extrema relevância para a companhia. São estes a Mídia, o Mercado de Controle, as Agências Avaliadoras de Risco, a Auditoria Externa, o Ativismo dos *Stakeholders* e o próprio Sistema Legal (Aguilera, et al. 2015). Esse último é o que vai determinar, inclusive, quais mecanismos de GC podem ser implementados ou não dentro de uma companhia e os seus respectivos limites.

O sistema legal rege as práticas e obrigações das empresas onde estão inseridas, ofertando as dimensões práticas tangíveis da governança da firma, como restrições e permissibilidades, influenciando desde o CA, contabilidade e auditoria, responsabilidade social, dentre outros âmbitos. De tal sorte, o sistema legal pode gerar, além de entraves à GC da empresa, ferramentas que podem ser úteis, tornando-se efetivamente novos mecanismos para sua gestão. E nesse gancho, inicia-se a abordagem do AA, realizando a análise de suas características jurídicas até as consequências aferidas por empresas que se utilizam desse mecanismo.

2.3 Acordo de Acionistas (AA) e Acordo de Quotistas (AQ)

O acordo entre sócios, originalmente denominado de acordo de acionistas (AA) pela Lei das S/A, representa um instrumento firmado entre sócios de uma empresa para alinhar seus interesses individuais, a fim de estabelecer normas sobre a companhia da qual fazem parte, de forma a harmonizar suas relações ao compor os interesses societários (Lima, 2017). Analisando-se a natureza jurídica do AA, este se apresenta como um pacto de natureza parassocial, firmado pelos principais de uma empresa. Esse pacto é autônomo e não se confunde com os atos constitutivos da empresa, tais como o contrato social e o estatuto (Carvalho, 2017). Desse modo, o AA age como determinante das relações societárias e empresariais, englobando e regulando, inclusive, demais mecanismos de GC.

Com previsão legal no art. 118 da Lei das S/A (Brasil, 2001) o AA não determina grandes exigências para determinar validade jurídica. Caso os sócios desejem que o acordo

provoque efeito perante terceiros, deverão averbá-lo nos livros públicos da empresa. Este instituto já era utilizado pelas empresas antes mesmo da edição legislativa. Dessa forma, ansiava-se que o legislador dispusesse preceitos legais para determinar sua validade, a fim de aumentar a segurança jurídica relativa ao instrumento (Carvalhosa, 2017). O texto legal define que o contrato deverá cumprir três requisitos: a) agente capaz; b) objeto lícito, possível, determinado ou determinável; e, c) forma prescrita ou não defesa em lei.

Em relação às características dos AA, estes podem ser classificados como (a) Acordos de Gestão, (b) Acordos de Poder de Decisão e (c) Acordos de Defesa (Rovai, et al., 2017). Os Acordos de Gestão estabelecem, entre os acionistas signatários, o poder de decisão sobre a escolha/destituição dos gestores da empresa. É uma ferramenta utilizada por acionistas/investidores que condiciona o aporte de capital na possibilidade de elencar os gestores da empresa, a fim de que estes cumpram com seus objetivos. Para exemplificar, utiliza-se o caso da Usiminas, em que os dois grupos controladores da companhia – de um lado, o grupo ítalo-argentino Ternium-Techint, e do outro, os japoneses da Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation – discordavam quanto à escolha do CEO e do *chairman* do conselho de administração (CA) da companhia desde o ano de 2014. No começo de 2018, os acionistas chegaram a um consenso, estabelecendo no AA da empresa um padrão de controle de gestão, determinando rodízio bienal nas escolhas do CEO da empresa e *chairman* do CA. Acordos de Poder de Decisão dizem respeito à possibilidade de um grupo ou acionista deter a “última palavra” em casos pré-definidos no acordo. Por exemplo, o governo brasileiro possui participação acionária em diversas empresas listadas na B3. Uma dessas é a Vale, sobre a qual o governo possui um importante mecanismo de controle, denominado *Golden Share*. Com essa ação de ouro, o Estado brasileiro detém o poder de decisão de diversas diretrizes da empresa, tendo a possibilidade de agir de forma a preservar os interesses nacionais nessa importante companhia, ainda que não possua a maioria das ações ordinárias – aquelas que dão direito ao voto. Acordos de Defesa possuem disposições que fornecem garantias aos acionistas, principalmente aos minoritários, como a possibilidade de voto em bloco de um grupo de minoritários, ou ainda, a possibilidade de determinadas matérias serem aprovadas somente com um quórum qualificado ou até unânime dos sócios. Ainda, observa-se que grande parte das empresas possui mais de um objetivo dentro de seus AA, sendo estes considerados como acordos gerais.

Estudos realizados no cenário brasileiro abordaram AA e demonstraram um considerável aumento no uso desse instrumento por empresas brasileiras de capital aberto. Carvalhal (2012), relata que, além da maior presença desses acordos, predominam cláusulas vinculadas ao voto dos conselheiros de administração que acabam por prejudicar as suas atividades, ao passo que as disposições esvaziam o poder decisório do CA – um dos principais pilares da GC. Em sua pesquisa, o autor buscou aferir a qualidade do AA das empresas listadas na B3, para isso, desenvolveu 24 perguntas, a serem respondidas pelos próprios acordos. A partir destas perguntas, desenvolveu um índice para aferir a qualidade do AA, denominando-o de *shareholder agreement index* (SAI). Essas perguntas foram divididas em cinco dimensões, que tratavam das transferências das ações, dos dividendos, investimentos, financiamento e GC. O objetivo da criação desse índice foi a possibilidade de identificar empresas que possuem AA com maior proteção e garantias, sendo constatado que firmas com acordos que protegem os acionistas minoritários possuem um maior valor de mercado. O trabalho ainda realizou a medição do valor de mercado das empresas logo após adotarem o AA, e concluiu afirmando que a presença desses acordos resultou em um retorno positivo anormal no valor de mercado da empresa, reforçando a tese de que o AA tendem a reforçar os direitos dos investidores.

Posteriormente, Gelman, et al., (2015) em seu estudo, apontaram divergência entre o valor de mercado e a presença de AA nas empresas. A análise do estudo busca compreender os efeitos das cláusulas de vinculação de voto dos conselheiros de administração sobre o AA. Os

resultados demonstram que empresas dos segmentos especiais e com presença de AA possuem menor valor de mercado diante das que não realizavam acordos, divergindo dos achados anteriores (Carvalho, 2012). Restou identificado que o AA que estipulava a vinculação genérica do voto dos conselheiros de administração, ou seja, que os obrigava a votar todas as matérias de acordo com o interesse dos acionistas que os elegeram, acentuava ainda mais o seu efeito negativo no valor de mercado da empresa. Entretanto, acordos com cláusula de vinculação de voto específica de matérias extraordinárias reduziam o efeito negativo da sua presença. Posteriormente, Silva et al., (2018) analisaram o valor de mercado das empresas em relação ao SAI (Carvalho, 2012). O estudo considerou 472 companhias brasileiras listadas na bolsa e concluiu que o valor de mercado de empresas com AA é consideravelmente maior do que o daquelas empresas que não o detêm, demonstrando relação positiva desse mecanismo com as companhias.

Pesquisas internacionais também analisaram o AA. Capresse et al., (2007) demonstraram que 8% das empresas possuem AA, sendo que estes acordos aparecem de forma mais incisiva na Itália e Bélgica. Empresas norte-americanas aplicam o AA em suas relações sociais/empresariais. Em uma amostra aleatória de 115 empresas de capital aberto nos Estados Unidos, 53 delas dispunham de AA, representando 46% da amostra (Gomes, Novaes, 2006). O estudo ainda verificou que as cláusulas mais presentes nos acordos discorrem sobre direitos do conselho, disposições de poder de veto e acordo de voto. Na América do Sul, em países como Argentina, Bolívia, Chile e Uruguai, o sistema legal permite a utilização do acordo entre sócios ainda que não haja previsão legal para tanto (Barbi Filho, 2001). O autor complementa que, na Inglaterra, país que, como os Estados Unidos, é regido pela *common law*, os acordos são amplamente aceitos e válidos, com força legal maior que a dos próprios estatutos sociais.

Diante dos estudos relatados, afere-se que o acordo é um mecanismo que conecta e regula diversas ferramentas de gestão, tanto internas quanto externas, representando o coração da GC de qualquer empresa. Entretanto, o acordo entre sócios não está limitado somente às empresas S/A. Ele pode ser utilizado também nas Ltda, sendo denominado de Acordo de Quotistas (AQ). A possibilidade de utilização do acordo entre sócios dentro de uma empresa Ltda é possível e legal. Aplicado por analogia do previsto no art. 118 da Lei das S/A, o AQ é um mecanismo constantemente abordado pela jurisprudência, possuindo amplo respaldo. O Enunciado nº 384 da Jornada de Direito Civil (Conselho de Justiça Federal) pacificou o entendimento: Nas sociedades personificadas previstas no Código Civil, exceto a cooperativa, é admissível o acordo de sócios, por aplicação analógica das normas relativas às sociedades por ações pertinentes ao AA.

Entretanto, ao contrário das S/A, objetos de estudos frequente por parte da academia, muito por consequência do amplo acesso às informações disponibilizadas em razão das normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as empresas Ltda não costumam ser alvo de pesquisas no campo da GC, principalmente relacionados aos acordos entre sócios. Por mais que haja diversos estudos acerca do tema AA (Baglioni, 2011; Belot, 2008; Carvalho, 2012; Silva et al. 2015) a produção científica voltada para o acordo de sócios em empresas Ltda é escassa no Brasil, ainda que essas empresas representem a grande realidade do cenário empresarial brasileiro. Na literatura nacional, Gomes e Oliveira, (2016) analisaram acerca da validade jurídica do AC no Brasil, e concluíram pela sua plena eficácia legal. No mesmo sentido, o estudo de Amaral (2017), teve o objetivo de constatar a validade jurídica e eficácia do acordo, concluindo de forma idêntica. Na literatura internacional, a realidade não é muito diferente. Poulter (2005) redigiu um estudo acerca do tema, no qual aborda o AQ sob a perspectiva de empresários estrangeiros com destino ao Brasil para constituir empresas Ltda, especificamente tratando do tema das inovações legislativas trazidas pela Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Brasil, 2002).

2.4 Hipóteses da Pesquisa

A área da gestão/administração pouco estudou até o momento sobre o AQ, que tende a ter sua importância proporcionalmente mais elevada em relação ao AA, ao passo que as empresas S/A possuem diversos mecanismos de GC que não são financeiramente viáveis para companhias de menor porte – como Ltda. Evidentemente mais acessível que realizar a implementação de um CA ou qualquer outro mecanismo tradicional, o acordo é uma alternativa para empresas de todos os tamanhos, capaz de alinhar as assimetrias existentes e oferecer a oportunidade de reduzir os conflitos de agência de forma efetiva e com a devida segurança jurídica. Assim, diante dos demais mecanismos de GC existentes, como, por exemplo, a implementação e manutenção de CA, pode-se considerar o acordo entre sócios como o mecanismo de GC mais acessível às mais diversas empresas.

Ainda, o acordo regula todo e qualquer mecanismo de GC. Ele determina de que forma um CA será composto, sobre quais pontos deve decidir, se os votos do minoritário deverão ou não estar submetidos à vontade do grupo acionário que o elegeu, podendo ser considerado a base da pirâmide da Governança. Contudo, há poucos estudos sobre a composição de um acordo entre sócios (Carvalho, 2012; Rovai, et al., 2017), ainda mais quando relacionado a empresas Ltda (por exemplo, Gomes & Oliveira, 2016; Amaral, 2017). Realizar a análise da influência da assimetria de informação (Eisenhardt, 1989) entre os principais na composição desse mecanismo, o qual já revelou seu impacto nas empresas de capital aberto (Carvalho, 2012; Gelman, Castro, Seidler, 2015; Gorga & Gelman, 2012; Silva et al. 2015), vincula pressupostos da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) com a implementação e modulação de um instrumento de GC.

Demonstrar de forma científica a relação entre a atividade empresarial/societária e seus reflexos na composição de um mecanismo de GC, o qual objetiva fornecer uma melhor gestão à empresa, é um novo fenômeno a ser estudado e compreendido pela academia, com efeitos práticos no dia a dia das empresas limitadas (Gomes & Oliveira, 2016; Amaral, 2017). Dessa forma, tem-se as hipóteses deste estudo, voltadas à vinculação das assimetrias de informação nas relações societárias com a composição do AQ:

Hipótese 1: A assimetria de informação entre principais de uma empresa impacta na elaboração de cláusulas de um AQ.

Para reduzir ao máximo o viés de pesquisa, entende-se necessário que, para testar os efeitos da assimetria de informação, as variáveis não poderiam ser somente positivas e/ou negativas. Desse modo, inserindo cenários neutros, positivos e negativos, o estudo pôde testar se de fato a assimetria de informação por si só incidiria na alteração da percepção de importância da composição de cláusulas dentro de um AQ, ou somente se comparada à redução dessa assimetria com informações positivas ou negativas. Nesse sentido, tem-se as hipóteses 1.a e 1.b:

Hipótese 1a: Informações e/ou interesses relacionados positivamente aos principais de uma empresa tendem a alterar negativamente sua percepção de necessidade na elaboração de cláusulas de um AQ.

Hipótese 1b: Informações e/ou interesses relacionados negativamente aos principais de uma empresa tendem a alterar positivamente sua percepção de necessidade na elaboração de cláusulas de um AQ.

Assim, esta pesquisa busca ampliar o entendimento a respeito da composição do AQ e identificar se as assimetrias de informação existentes entre os principais de uma empresa tendem a alterar a composição de um mecanismo de GC.

3. SURVEY EXPERIMENT COMO MÉTODO DE ANÁLISE

Este estudo utilizou o método hipotético-dedutiva. A pesquisa se concretizou por meio de um experimento – uma *survey experiment*, ou *experimental vignettes*. A utilização de técnicas quantitativas visa abordar determinado problema elucidando sua complexidade, realizando a análise da interação das variáveis, para compreender e classificar os processos (Richardson, et al., 1985). Nesse sentido, buscou-se testar se a variável independente (assimetria de informação) influencia na composição de um AQ (cláusulas).

Compreende-se que o cenário ideal para testar as hipóteses desta pesquisa seria por meio de um *field experiment* (King, et al., 2013) e que o método escolhido pode, por vezes, apresentar suas limitações. Entretanto, há um limite que impede o uso mais amplo dos *field experiments*: a viabilidade (Wulff & Villadsen, 2020). Algumas questões de pesquisa simplesmente tornam os projetos de experimentos de campo impraticáveis, o que se observa com o estudo do AQ. Neste caso, acordos desenvolvidos de forma sigilosa entre os sócios impedem que haja ao menos uma base de dados capaz de identificar quais empresas possuem o AQ.

Estudos utilizaram essa metodologia (Hainmueller & Hiscox, 2010; Sauer, 2011), bem como, trabalhos focados na área da GC que reforçam a validação do uso da *survey experiment* para o seu desenvolvimento (Adams, et al., 2011; Cohen & Hanno, 2000). Esse experimento se desenvolve a partir de uma situação de controle, realizando a manipulação de forma intencional, de variáveis independentes, almejando a análise das consequências dessa manipulação sobre as variáveis dependentes (Koetz, 2017). Estudos complementaram que essa técnica de pesquisa permite ainda realizar o controle de variáveis, assim como a repetição do fenômeno objeto de análise (Cooper & Schindler, 2016). A apresentação de uma situação real/factível fornece um equilíbrio, ao propor um contexto satisfatório e permitir um espaço para tomada de decisão do respondente de forma independente (Wason, et al., 2002). Dessa forma, todos os cenários dispostos nesta pesquisa são adaptações de situações reais com o objetivo de fornecer maior validade ao experimento, ao mesmo tempo que se adequam às dimensões de Carvalhal (2012).

Assim, o estudo almeja analisar o efeito da assimetria de informação na percepção de necessidade de elaboração de cláusulas em um AQ. As variáveis independentes, manipuladas dentro dos questionários, são relacionadas à assimetria de informação proveniente da Teoria da Agência; enquanto a variável dependente diz respeito à percepção da necessidade de elaboração das respectivas cláusulas. Para tanto, foi desenvolvido 5 cenários distintos, com o condão de testar 7 cláusulas extraídas das dimensões apresentadas no trabalho de Carvalhal (2012), conforme proposto na Figura 1, as quais foram analisadas por profissionais da área, sendo devidamente validadas. Alguns cenários possuíam determinações referente a somente uma das cláusulas, enquanto outros englobavam até 2.

O experimento foi aplicado aleatoriamente em salas de aula de pós-graduação de distintos cursos da Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI). Essa amostra foi utilizada visando a viabilidade da aplicação, devido ao volume de experimentos necessários para se realizar uma análise estatística. Como o objetivo foi analisar a relação entre assimetria de informação e a implementação de cláusulas em um AQ, a *survey experiment* contempla, obviamente, a presença dessas assimetrias. Na aplicação do experimento e para realizar a correta checagem da percepção da importância de elaborar cláusulas no AQ, para cada cenário foi desenvolvido um Grupo: O Grupo 1 (G1) recebeu um cenário com a presença de assimetria de informação. No Grupo 2 (G2) foram inseridas informações negativas (diminuindo-se as

assimetrias negativamente), e no Grupo 3 (G3) foram incluídas informações positivas (diminuindo-se as assimetrias positivamente). Desse modo, procurou-se comparar a assimetria por meio de percepção igualitária nos cenários negativos e positivos de forma a diminuir o viés de pesquisa (Koetz, 2017). Na aplicação do experimento e para realizar a correta checagem da percepção da importância de elaborar cláusulas no AQ foi solicitado aos participantes que avaliassem cada cenário proposto. Essa avaliação foi realizada de acordo com uma escala *Likert* de 5 pontos, sendo as medidas 1 = Totalmente Desnecessário; 2 = Desnecessário; 3 = Indiferente; 4 = Necessário; e 5 = Totalmente Necessário. No total, 122 participantes responderam ao questionário, sendo 39 respostas relativas ao grupo neutro (G1); 38 do grupo negativo (G2); e 36 do grupo positivo (G3).

Dimensões	Perguntas	Cláusulas das dimensões às Ltda	Cenário
Transferência de ações	1. O acordo não contém o direito de preferência? 2. O contrato não contém opções de venda? 3. O contrato não contém opções de compra? 4. O contrato não contém direitos de <i>tag-along</i> ? 5. O contrato não contém direitos de <i>drag-along</i> ? 6. O contrato não restringe a transferência de ações?	Transferência de ações;	1
		<i>Lock up</i> (prazo em que as ações não poderão ser vendidas ou doadas para qualquer estranho ao quadro social); Competitividade.	2
Dividendos	7. O contrato restringe a redução de dividendos?	Restrição de distribuição de lucro entre os sócios.	3
Investimento	8. O contrato proíbe as operações além das metas corporativas? 9. O contrato restringe fusões e aquisições? 10. O acordo impõe limites e restrições de investimento? 11. O contrato restringe a venda de ativo de capital? 12. O acordo proíbe a concorrência com a empresa?	Determinação de valores mínimos a serem investidos e reinvestidos dentro da empresa.	3
Financiamento	13. O contrato restringe a dívida adicional? 14. O contrato restringe a emissão de ações a preços preferenciais? 15. O contrato proíbe a garantia de terceiros?	Restrição quanto à contratação de empréstimo de forma não unânime.	5
Mecanismos de GC	16. O acordo estabelece política de bônus? 17. O contrato restringe transações com partes relacionadas? 18. O contrato estabelece os critérios para nomear os auditores independentes? 19. O acordo estabelece arbitragem para resolver disputas? 20. O contrato não restringe a liberdade dos membros do conselho de nomear o CEO? 21. O acordo não restringe a liberdade dos acionistas de nomear os membros do conselho? 22. O acordo não restringe os votos dos membros do conselho nas reuniões preliminares? 23. O acordo não restringe os votos dos acionistas nas reuniões preliminares? 24. O acordo estabelece outros tipos de disposições de governança positiva?	GC (Sucessão da Gestão) e GC (CA).	4

Figura 1. Índice do acordo de acionistas

Fonte: Traduzido e adaptado de Carvalho (2012).

Nota: As dimensões e as perguntas foram extraídas do estudo de Carvalho (2012), enquanto as cláusulas e o cenário relacionados às empresas Ltda foram desenvolvidos neste estudo.

Os dados utilizados na pesquisa são de natureza primária. Eles foram coletados por meio de um questionário semiestruturado, para se conhecer a percepção dos participantes do experimento em relação ao grau de importância de elaboração de cláusulas em uma AQ, a partir da assimetria de informação. A modalidade empresarial – empresas Ltda – é plenamente justificada, pois, além de estas representarem 99% das empresas brasileiras, com mais de 6 milhões de estabelecimentos, elas geram 52% dos empregos de carteira assinada no país. Conforme previamente explicitado, estão praticamente ausentes dos estudos de GC, principalmente relacionados ao acordo entre sócios, ainda que dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) demonstrem que mais de 60% das empresas brasileiras encerram seus negócios em menos de cinco anos. Por fim, por se tratar de um estudo inédito sobre o tema, esta pesquisa é de cunho exploratório, a partir de sua natureza hipotético-dedutiva.

A variável dependente deste estudo é a percepção de necessidade de elaboração de cláusulas em um AQ. Essa percepção é aferida por meio de uma escala *Likert*, em que o respondente tem a opção de marcar entre 1, para totalmente desnecessário, até 5, para totalmente necessário. Tais variáveis estão distribuídas em sete perguntas, sendo estas relacionadas a: transferência de ações; *lock up*; competitividade; restrição de distribuição de lucro entre os sócios – determinação de valores mínimos a serem investidos e reinvestidos pela empresa; GC – sucessão da gestão; GC – CA; e restrição à contratação de empréstimo de forma não unânime. Já as variáveis independentes representam o grau de assimetria de informação dentro dos cenários. Todas as variáveis independentes foram manipuladas, sendo desenvolvidas da forma que segue: a) Grupo 1 (G1): assimetria de informação – essa variável foi aplicada ao grupo de experimento de controle, em que as informações positivas e negativas foram suprimidas dos cenários apresentados ao participante; b) Grupo 2 (G2): redução da assimetria de informação por meio de variável negativa – neste caso, os cenários propostos ao grupo do experimento de controle foram alterados com um estímulo negativo ao respondente, a fim de analisar as possíveis alterações no grau de percepção de importância de elaboração da cláusula sob análise; c) Grupo 3 (G3): redução da assimetria de informação por meio de variável positiva – neste caso, os cenários propostos ao grupo do experimento de controle foram alterados com um estímulo positivo ao respondente, a fim de analisar as possíveis alterações no grau de percepção de importância de elaboração da cláusula sob análise.

Com o intuito de comparar as médias reportadas pelos grupos experimentais, optou-se pelo uso da *Analysis of Variance* (ANOVA), realizando o tratamento dos dados por meio do *software Stata*. Destaca-se a utilização da ANOVA em experimentos, em detrimento das demais técnicas, pois a possibilidade de testar os diferentes grupos/amostras a fim de perfectibilizar as evidências de refutar as hipóteses do estudo (Anderson, et al., 2016). A ANOVA apresenta grande vantagem quando aplicada em experimentos, pois permite que todas as variáveis independentes sejam testadas de uma só vez, ao invés de realizar o teste estatístico de somente uma variável independente com uma dependente. Nesse sentido, é possível identificar outros estudos na esfera da GC estruturados em experimentos que se utilizaram dessa mesma técnica de análise de dados (Cohen & Hanno, 2000; Feldman & Lobel, 2008; Silva et al., 2015).

4. RESULTADOS

A análise dos dados teve início após a coleta dos dados primários dentro das salas de aula, que ocorreu entre junho e agosto de 2019. No total, 122 participantes responderam ao questionário, sendo 39 respostas relativas ao grupo neutro (G1); 38 do grupo negativo (G2); e 36 do grupo positivo (G3). Dentre os questionários distribuídos, nove foram descartados, em razão da ausência de resposta compatível com algum cenário proposto pelo experimento.

Dentre os participantes do experimento, 34,51% são mulheres e 65,49% são homens. Destes, 15,04% têm a idade entre 20 anos ou menos; 55,75% entre 21 e 30 anos; 23,01% entre 31 e 40 anos; e 6,19% de 40 a 60 anos. A população da amostra foi composta por 15,93% de empresários e 84,07% de não empresários. Quando indagados se eram sócios ou futuros sócios de empresas familiares, 85,84% responderam negativamente, enquanto 14,16% confirmaram a participação em sociedade familiar. Dentre os participantes, 95,58% responderam não ter firmado um AQ, enquanto 4,42% afirmaram possuir ou ter possuído o acordo entre sócios. A matriz de correlação apresentou as relações univariadas entre as variáveis do estudo. Observou-se que as variáveis não estão relacionadas, indicando a ausência de relação significativa. A fim de se verificar o pressuposto da normalidade das variáveis, utilizou-se o exame dos valores de *skewness* e *kurtosis*, os quais, variando entre +5 até -5, demonstram que a distribuição é simétrica (Hair, et al., 2005). Para verificar se as hipóteses desta pesquisa se sustentam, os testes de ANOVA foram realizados considerando os cinco cenários apresentados na Figura 1, cujos resultados são descritos na sequência.

Cenário 1 – regular a transferência de quotas: Os resultados demonstraram que houve diferença significativa entre o G1 (M=3,41 e SD=0,98), G2 (M=4,13 e SD=1,04) e G3 (M= 1,97 e SD 0,90), $F=47,62$; $p<0,05$. Corroborando com Jensen e Meckling (1976), Martinez (1998) e Eisenhardt (1989), a assimetria de informação teve um impacto direto na percepção de necessidade de compor uma cláusula dentro do Acordo de Quotistas. Para o G1 (neutro), os participantes marcaram como *Indiferente* compor ou não uma cláusula que discorra sobre as transferências das quotas. No G2 (negativo), os participantes responderam que a cláusula seria necessária ao AQ. Já no grupo G3 (positivo), os participantes consideraram, na média, que esta cláusula seria *Totalmente Desnecessária*. Ou seja, a variável da informação positiva fez o G3 perceber como desnecessária a introdução dessa cláusula na composição de um AQ com seu sócio. Atenta-se para a diferença do G2 e G3, onde atingiram, praticamente, os dois extremos das respostas. Os resultados demonstram que os sócios de uma empresa somente tendem a cogitar a implementação de uma cláusula sobre a transferência de quotas quando a situação já se apresenta negativa. Nesse sentido, as evidências empíricas sugerem haver uma tendência a confirmar as Hipóteses 1, 1.a e 1.b em relação ao Cenário 1.

Cenário 2 – lock-up – estipular um prazo em que os sócios não podem vender/ceder suas quotas – e competitividade – evitar a concorrência entre os sócios no caso de saída de um destes da sociedade: Os resultados vinculados a *lock up* demonstraram que não houve diferença significativa entre o G1 (M=3,20 e SD=1,10), G2 (M=3,57 e SD=1,46) e G3 (M= 3,00 e SD 1,37), $F=1,84$; $p>0,05$, o que demonstra que a assimetria de informação não obteve impacto significativo na percepção dos participantes quanto à necessidade de composição de uma cláusula no AQ vinculada ao *lock-up*. Independentemente da existência ou da natureza da assimetria de informação, os respondentes avaliam o *lock-up* sob a mesma percepção de importância, próximos de *Indiferente* na escala *Likert*. Assim, as evidências empíricas demonstram haver proeminências que apontam para a rejeição das Hipóteses 1, 1.a e 1.b em relação ao *lock-up*.

Já para competitividade houve diferença significativa entre o G1 (M=3,84 e SD=1,15), G2 (M=3,50 e SD=1,37) e G3 (M= 2,63 e SD 1,17), $F=9,93$; $p<0,05$. A assimetria de informação teve um impacto direto na percepção de necessidade de compor uma cláusula dentro do AQ somente na comparação entre G1 (neutro) x G3 (positivo) e G2 (negativo) x G3 (positivo). Nesse sentido, o G3 teve sua média de respostas vinculada à alternativa *Desnecessária*, apresentando significativa diferença em relação aos demais grupos. Este resultado demonstra que informações positivas sobre os demais componentes do quadro societário influenciam significativamente a percepção dos sócios, os quais tendem a identificar a positividade da cláusula que restrinja a competitividade entre os sócios como desnecessária. Ou seja, informações positivas entre os principais de uma empresa tendem a resultar na ausência

de previsões de anticompetitividade, o que pode se mostrar bastante temeroso para a saúde e perpetuidade das empresas. Em relação às Hipóteses 1 e 1.a, as evidências demonstram não haver motivações capazes de refutá-las, porém, apontam para rejeição da Hipótese 1.b.

Cenário 3 – Restringir a distribuição de lucros e determinar valores mínimos a serem (re)investidos na empresa: Os resultados demonstram que houve diferença significativa entre o G1 (M=3,97 e SD=0,81), G2 (M=4,44 e SD=0,82) e G3 (M= 3,55 e SD 1,08), F=8,88; p<0,05. De modo geral, observando as médias dos grupos, o Cenário 3 ocasionou uma maior percepção de necessidade na composição dessa cláusula dentro dos três grupos. Mesmo no caso do G3, no qual fora introduzida informação positiva vinculada à relação societária, houve tendência da percepção de que a composição dessa cláusula seria necessária. Denota-se que essa cláusula guarda relação com proposições vinculadas à questão financeira. Decidir/delimitar a forma como os sócios podem agir nesses casos, a partir das evidências desse estudo, parece não se condicionar de forma significativa à presença de assimetrias ou à natureza das informações apresentadas, sendo uma preocupação inerente de todos os participantes. Assim, as evidências demonstram não haver motivações capazes de refutar as Hipóteses propostas.

Cenário 4 – Determinar diretrizes para que ocorra a sucessão da gestão da empresa para os sucessores: Os resultados demonstram que houve diferença significativa, reportando G1 (M=3,35 e SD=1,01), G2 (M=4,21 e SD=1,14) e G3 (M= 3,11 e SD 1,11), F=10,47; p<0,05. Ao inserir a informação negativa para o G2, os respondentes tenderam a determinar como necessária a contratação de uma assessoria externa, que pudesse decidir de forma autônoma o futuro da gestão da empresa. Quanto à relação entre G1 (neutro) e G3 (positivo), não houve significância que resultasse em diferença na percepção dos respondentes. Em relação a essa cláusula, analisa-se que há uma maior percepção da necessidade dessa disposição em empresas onde a gestão está em risco iminente, onde a manutenção do *status quo* tiver o potencial de prejudicar os negócios da firma no curto e médio prazo. Nesse sentido, não há qualquer resultado empírico passível de refutar as Hipóteses 1, 1.a e 1.b.

Cenário 4 – Prever a composição de um CA para regular as tomadas de decisões dos futuros gestores: Os resultados não demonstraram diferença significativa entre o G1 (M=3,56 e SD=1,25), G2 (M=3,97 e SD=1,12) e G3 (M= 3,47 e SD 1,23), F=1,84; p>0,05. Isso demonstra que a assimetria de informação não impactou na percepção dos participantes quanto à necessidade de implementar uma cláusula que preveja a composição de um CA para fiscalizar e regular futuros gestores da empresa. restando a maioria das respostas vinculadas a *Indiferente*. Nesse sentido, o resultado empírico aponta para rejeitar as Hipóteses 1, 1.a e 1.b.

Cenário 5 – Participar da decisão relativa ao financiamento (empréstimo) para a empresa: Os resultados demonstram que houve diferença significativa entre o G1 (M=3,74 e SD=0,84), G2 (M=4,42 e SD=0,72) e G3 (M= 3,02 e SD 1,20), F=20,21; p<0,05. O racional por trás desta cláusula está vinculado à dimensão de financiamento, sendo também proposto na restrição da distribuição de lucros e reinvestimento, uma proposição diretamente vinculada à questão monetária dos sócios. Compor uma cláusula com vias de impedir a decisão de tomada de empréstimos sem a participação de todos os sócios tende a ser indiferente para os respondentes do G3, que receberam o cenário com informação positiva. Por outro lado, ao se reduzir a assimetria de informação por meio da variável negativa (G2), os participantes aumentaram, de forma relevante, sua percepção de necessidade de compor uma cláusula impeditiva de endividamento sem a participação de todos os sócios na tomada de decisão. O G1, que recebeu o cenário com as assimetrias de informação, novamente apresentou-se como uma alternativa moderada entre as percepções do G3 e do G2. As constatações empíricas apontam que não há razões para refutar as Hipóteses 1, 1.a e 1.b em relação a essa dimensão.

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Refletir sobre mecanismos de GC viáveis de serem implementados nas empresas que mais sofrem as consequências da falta de gestão é uma forma de prestar um pequeno serviço à economia nacional. Retratar o modo de implementação desse acordo, e, ainda, elencar as principais cláusulas e a influência que essas sofrem pelas assimetrias presentes nas relações societárias auxilia a esclarecer a importância e o cuidado necessário na composição desse mecanismo. Nesse prisma, utilizando o índice SAI, criado Carvalho, (2012) uniu-se, no mesmo experimento, a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), com foco nas assimetrias de informação (Eisenhardt, 1989), com o estudo de Young et al. (2008), o qual demonstra que países com instituições fracas tendem a apresentar maiores conflitos entre os principais das empresas.

Os resultados deste estudo demonstram que a assimetria de informação alterou a percepção de necessidade dentro da construção de um acordo entre sócios na maioria das cláusulas testadas, corroborando com estudos já realizados com AA (Carvalho, 2012; Rovai, et al., 2017). Mostrou ainda, sua aplicabilidade ao passo que torna possível identificar a relação entre as assimetrias existentes entre sócios de uma empresa e quais as cláusulas que provavelmente tendem a compor o AQ a partir desse prospecto. Ademais, elucida que algumas cláusulas tendem a ser importantes para os sócios, ainda que existam diferenças entre as informações que um possui sobre o outro.

Dentro do escopo teórico, a principal contribuição fornecida pelo estudo é a relação entre a assimetria de informação e a composição de um mecanismo de GC, além de esclarecer o acordo entre sócios de uma empresa Ltda sob a ótica legal, acadêmica e empírica. Contribui ainda, ao passo que evidencia o AQ dentro da área de gestão, como um dos poucos mecanismos de GC viável para as empresas Ltda de diferentes dimensões. Ainda, esse mecanismo traz a inovatividade, ao relacionar, por meio de um experimento, a Teoria da Agência com a composição de MIGC.

De todo modo, pontos limitantes no desenvolvimento desta pesquisa merecem ser destacados. Uma das dificuldades vincula-se à amostra do experimento, composta por somente 15,93% de empresários respondentes. Seria prudente replicar o experimento em um grupo formado integralmente por sócios de empresas Ltda, a fim de se corroborar os resultados aferidos. Outro ponto de destaque é a limitação quanto às assimetrias utilizadas dentro dos cenários. Optou-se por excluir a análise da assimetria de interesse, mantendo-se somente assimetria de informação, a qual é, evidentemente, mais fácil de ser controlada. Outra limitação para a construção desta pesquisa foi a ausência de estudos sobre o tema, o que exigiu a coleta primária dos dados.

Para futuros trabalhos, sugere-se a aplicação do experimento com pequenas alterações, em um grupo integralmente formado por empresários, ou nichos empresariais, como, por exemplo, em empresas familiares, *startups*, com sócio estrangeiro. Ainda possibilita replicar o experimento em países onde há a permissibilidade para composição do AQ. Também há a possibilidade de se expandir e alternar a seleção das cláusulas do acordo, as quais evidentemente não se limitam aos sete questionamentos aqui dispostos. Ainda, é possível inserir, nos cenários, aspectos relacionados à assimetria de interesses e/ou demais disposições percebidas na Teoria da Agência, como, por exemplo, situações de conflitos pré-existentes à composição do AQ. Por fim, o AQ deve ser alvo de estudos exploratórios, com o objetivo de atestar a relevância desse mecanismo de GC na gestão das empresas Ltda.

REFERÊNCIAS

Adams, R. B., Licht, A. N., & Sagiv, L. (2011). Shareholders and stakeholders: How do

- directors decide? *Strategic Management Journal*, 32(12), 1331-1355.
- 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.
- Amaral, J. P. P. (2017). Acordo de quotistas: Validade, eficácia e execução específica (de acordo com o novo código de processo civil). *Revista da Faculdade de Direito da Universidade São Judas Tadeu*, (4), 232-256.
- Anderson, D. R., Sweeney, D. J., Williams, T. A., Camm, J. D., & Cochran, J. J. (2016). *Statistics for business & economics*. Cengage Learning.
- Baglioni, A. (2011). Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. *Applied Economics*, 43(27), 4043-4052.
- Banco Mundial. (2019). *Relatório Anual de 2019 do Banco Mundial*, Washington, DC: Creative Commons Attribution Non Commercial No Derivatives 3.0.
- Barbi Filho, C. (2001). Acordo de acionistas: Panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, (8).
- Belot, F. (2008). Shareholder agreements and firm value: Evidence from French listed firms.
- Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Transaction publishers.
- Brasil. (2001) Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001. *Altera a Lei das Sociedades por Ações*. Brasília, DF.
- Brasil. (2002) Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002. *Código Civil*. Brasília, DF.
- Brasil. (2013) Lei 12.846, de 1º de agosto de 2013. *Lei Anticorrupção*. Brasília, DF.
- Bueno, G., Nascimento, K., Lana, J., Gama, M. A. B., & Marcon, R. (2018). Mecanismos externos de governança corporativa no Brasil. *Revista contabilidade, gestão e governança*, 21(1), 120-141.
- Calabrò, A., Campopiano, G., & Basco, R. (2017). Principal-principal conflicts and family firm growth: The moderating role of business family identity. *Journal of Family Business Management*.
- Capresse, J. N., Clerc, C., & Becht, M. (2007). The report on the proportionality principle in the European Union. *Brussels: European Commission*.
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919-933.
- Carvalhosa, M. D. S. B. (2017). *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Saraiva Educação SA.

- Cohen, J. R., & Hanno, D. M. (2000). Auditors' consideration of corporate governance and management control philosophy in preplanning and planning judgments. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 19(2), 133-146.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2016). *Métodos de Pesquisa em Administração-12ª edição*. McGraw Hill Brasil.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Feldman, Y., & Lobel, O. (2008). Decentralized enforcement in organizations: An experimental approach. *Regulation & Governance*, 2(2), 165-192.
- Gelman, M., Castro, L. R. K. D., & Seidler, V. (2015). Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. *Revista de Administração de Empresas*, 55, 345-358.
- Gomes, A., & Novaes, W. (2006). Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms. *Unpublished working paper*.
- Gomes, P. H., & Oliveira, A. C. De. (2016) (In) Admissibilidade no Acordo de Cotistas nas Sociedades de Responsabilidade Limitada. *Idea*, 7(2).
- Gorga, É., & Gelman, M. (2012). O esvaziamento crescente do Conselho de Administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil. *Instituto Brasileiro Governança Corporativa*, 13.
- Hainmueller, J., & Hiscox, M. J. (2010). Attitudes toward highly skilled and low-skilled immigration: Evidence from a survey experiment. *American political science review*, 104(1), 61-84.
- Hair, J., Babin, B., Money, A., & Samouel, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Bookman Companhia Ed.
- 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.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), 22-27.
- Kim, J. H., & Jang, S. S. (2014). A scenario-based experiment and a field study: A comparative examination for service failure and recovery. *International Journal of Hospitality Management*, 41, 125-132.
- King, E. B., Hebl, M. R., Botsford Morgan, W., & Ahmad, A. S. (2013). Field experiments on sensitive organizational topics. *Organizational Research Methods*, 16(4), 501-521.
- Koetz, C. M. (2017) O Efeito da Norma Social no Comportamento Oportunista do Agente em uma Relação de Agência. Tese de Doutorado. *Univali*.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.

- Lima, A. (2017) Sobre o Acordo de Acionistas - *Sociedades Anônimas*. Disponível em: <https://andregoncalves92.jusbrasil.com.br/artigos/458933876/sobre-o-acordo-deacionistas-sociedades-anonimas>. Acesso em: 19 jul. 2021.
- Martinez, A. L. (1998). Agency theory na pesquisa contábil. Encontro da Anpad – *EnANPAD*, 1-14.
- Mutlu, C., Peng, M., & van Essen, M. (2015). Privatization and principal-principal conflicts in transition economies. In *Shareholder Empowerment* (pp. 239-265). Palgrave Macmillan, New York.
- Peng, M., & Sauerwald, S. (2013). Corporate governance and principal-principal conflicts. In *The Oxford handbook of corporate governance*.
- Poulter, M. S. (2005). My Client's Going to Brazil: A US Practitioner's Guide to Brazilian Limitadas under the New Civil Code. *Sw. JL & Trade Am.*, 11, 133.
- Richardson, R. J., Peres, J. A., & Wanderley, J. C. V. (1985). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. São Paulo: Atlas.
- Rovai, A. L., Neto, A. R., Finkelstein, C., Najjarian, I. P. D. N., Nunes, M. T. G., Junior, M. E. P., ... & Proenca, J. M. M. (2017). *GVLAW-Direito Societário-Sociedades Anônimas*. Saraiva Educação SA.
- Santos Júnior, B. dos, Pardini, I. L. (2013). Lei Anticorrupção traz inovações inspiradas em Watergate. *Revista Consultor Jurídico*. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2013-out-29/inspirada-watergate-lei-anticorruptao-traz-inovacoes>. Acesso em: 19 jul. 2021.
- Sauer, S. J. (2011). Taking the reins: The effects of new leader status and leadership style on team performance. *Journal of Applied Psychology*, 96(3), 574.
- Sen, A. (1992). Comportamento econômico e sentimentos morais. *Lua Nova: Revista de Cultura e Política*, 103-130.
- Silva, A. L. P. D., Lana, J., & Marcon, R. (2018). Pactuando e impactando: O efeito dos acordos de acionistas no valor de mercado da firma. *BBR. Brazilian Business Review*, 15, 88-104.
- Silva, A. L. P. da, Bueno, G., Lana, J., Koetz, C. M., & Marcon, R. (2015). Uns mais iguais que outros: A relação entre concentração de propriedade e os acordos de acionistas. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3).
- Wason, K. D., Polonsky, M. J., & Hyman, M. R. (2002). Designing vignette studies in marketing. *Australasian Marketing Journal*, 10(3), 41-58.
- Wulff, J. N., & Villadsen, A. R. (2020). Are survey experiments as valid as field experiments in management research? An empirical comparison using the case of ethnic employment discrimination. *European Management Review*, 17(1), 347-356.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.