

MANTER OU VENDER? USO DE DIFERENTES TEORIAS PARA EXPLICAR COMPORTAMENTOS DE TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO NO TWITTER E NA TESLA

KEEP OR SELL? USING VARIOUS THEORIES TO EXPLAIN INVESTMENT DECISION MAKING BEHAVIORS ON TWITTER AND TESLA

O artigo foi aprovado e apresentado no XVI Congresso ANPCONT, realizado entre os dias 3 e 6 de dezembro de 2022, em Foz de Iguaçu/PR. Ganador do prêmio de melhor trabalho da área de Casos de Ensino.

RESUMO

O caso de ensino relaciona os pressupostos de diferentes teorias com a tomada de decisão de investidores, tais como Teoria da Agência, Teoria *Stewardship*, Teoria dos *Stakeholders*, Teoria dos Contratos e Teoria do Mercado Eficiente. Assim, foi criada uma personagem fictícia, Sr. Kusum, que se torna acionista das empresas Tesla Motors Inc. e *Twitter*. Ao perceber que as atitudes de Musk afetam o comportamento dos investidores e, conseqüentemente, o preço das ações, o Sr. Kusum reúne informações das duas empresas para decidir se continua ou não com os investimentos. Diante de divulgações reais sobre a aquisição do *Twitter*, o caso traz informações relevantes acerca do comportamento dos envolvidos para relacioná-los com as Teorias de Conflito de Interesses. O caso permite que alunos de graduação e pós-graduação discutam acerca de diversas teorias que explicam o comportamento dos agentes de mercado por meio de uma situação semelhante à realidade, proporciona também a expansão da visão dos alunos para um melhor entendimento dos pressupostos das teorias estudadas, aplicando-os num contexto que faz ligação direta com acontecimentos recentes da especulação de compra do *Twitter*. Além disso, ele contribui com a visualização na prática de aspectos das teorias empregadas no caso, também coopera com professores de cursos de graduação e de pós-graduação *latu sensu* e *stricto sensu* nas disciplinas de Teoria da Contabilidade, Teoria Avançada da Contabilidade, Finanças Corporativas e Mercado de Capitais, possibilitando o uso de um instrumento dinâmico que empreende maior participação dos discentes no ensino-aprendizagem.

Palavras chaves: Teorias de Conflito de Interesses; Pressupostos; Comportamento de investidores.

ABSTRACT

The case teaching relates the assumptions of different theories with investor decision-making, such as Agency Theory, Stewardship Theories, Stakeholders Theory, Contract Theory and Efficient Market Theory. So, a fictitious character was created, sir. Kusum, who becomes a shareholder of Tesla Motors Inc. and Twitter. Realizing that Musk's attitudes affect investor behavior and, consequently, the price of shares, Mr. Kusum gathers information from the two companies to decide whether or not to continue with the investments. Faced with actual disclosures about the acquisition of Twitter, the case brings relevant information about the behavior of those involved to relate them to the Theories of Conflict of Interests. The case allows undergraduate and graduate students to discuss various theories that explain the behavior of market agents through a situation similar to reality, it also provides the expansion of students' vision for a better understanding of the assumptions of the theories studied, applying them in a context that makes a direct link to recent events of Twitter's buying speculation. In addition, it contributes with the visualization in practice of aspects of the theories employed in the case, also cooperates with teachers of undergraduate and graduate courses *latu sensu* and *stricto sensu* in the disciplines of Theory of Accounting, Advanced Accounting, Theory Corporate Finance and Capital Market, enabling the use of a dynamic instrument that undertakes greater participation of pupils in teaching-learning.

Keywords: Theories of Conflict of Interests; Assumption; investor behavior

Ana Claudia Santo Lima

Doutoranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Mestra em Contabilidade Financeira pela Universidade Federal de Goiás (UFG). Graduada em Ciências Contábeis pela Faculdade de Educação São Francisco (FAESF). E-mail: santolimanaclaudia@gmail.com Orcid ID: <https://orcid.org/0000-0002-7724-3292> Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7047882215503695>

Alexandre Pedroza Francisco

Doutorando em Contabilidade Financeira e Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Especialista em Contabilidade pela Faculdade Internacional de Signorelli. Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade de Uberaba (UNIUBE). Docente nos cursos de Administração e Ciências Contábeis na Universidade de Uberaba (UNIUBE). Atua como Contador especializado no atendimento de micro e pequenas empresas. E-mail: alexandrecont4bil@gmail.com Orcid ID: <https://orcid.org/0000-0002-9233-378X> Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6125074306605436>

Neirilaine Silva de Almeida

Doutora em Contabilidade, Mestra em Administração e Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). É professora da Faculdade de Ciências Contábeis da UFU. E-mail: neiresa@gmail.com Orcid ID: <https://orcid.org/0000-0001-5687-9833> Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9223797601220723>

Sirlei Lemes

Mestra e doutora em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP, graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU), foi Visiting Scholar na University of Urbana Champaign (USA) e fez Estágio Sênior no Exterior na School of Business Administration da University of Dayton (USA). É professora visitante no PPGCC/UFU. E-mail: sirlemes@uol.com.br Orcid ID: <https://orcid.org/0000-0003-3334-4240> Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7794111440646268>

PARTE 1 - O CASO

1.1 Introdução

As teorias comportamentais descrevem as motivações ligadas ao comportamento humano no processo de tomada de decisões. Cada teoria é construída sob pressupostos diferenciados, os quais são usados para explicar determinado comportamento em circunstâncias específicas. As teorias discutidas neste caso foram a Teoria da Agência, a Teoria *Stewardship*, a Teoria dos *Stakeholders*, a Teoria dos Contratos e a Hipótese de Mercado Eficiente.

A Teoria da Agência explicita que os acionistas, diante do crescimento das empresas, passaram a contratar agentes para operacionalizarem seus negócios. Entretanto, os interesses de ambos muitas vezes são divergentes o que provoca os conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Além disso, sob a Teoria da Agência a concepção do ser humano parte da premissa de sua natureza egoísta, fundamentada no individualismo e busca primariamente benefícios pessoais (Davis et al., 1997).

A Teoria *Stewardship*, por sua vez, é fundamentada em princípios éticos, orientados para o bem-estar coletivo. O foco central desta teoria reside em priorizar a utilidade em prol do bem coletivo, em detrimento de interesses individuais (Donaldson & Davis, 1991). Esta teoria adere a concepção de um indivíduo autorrealizador que se identifica com valores coletivistas (Davis et al., 1997). Desta forma, as premissas da Teoria *Stewardship* estão ligadas a uma tomada de decisão voltada para equidade e bem-estar coletivo.

Os *stakeholders* são caracterizados por Freeman (1984) como grupos ou indivíduos que exercem influência sobre os objetivos da empresa ou que são influenciados por eles. A Teoria dos *Stakeholders* baseia-se na premissa de que estes agentes possuem interesses válidos e desempenham papéis nas operações da empresa, destacando a inexistência de interesses privilegiados de um grupo em detrimento de outros (Friedman, 1970). De acordo com a Teoria dos *Stakeholders*, o papel de uma organização está centrado em gerir o relacionamento e interesse de todas as partes no processo de criação de valor (Campos & Sousa, 2018).

Ao abordar a Teoria dos Contratos, é válido destacar que a empresa é tida como uma composição de contratos entre os diversos participantes (Lopes, 2004), que os contratos são simultaneamente incompletos e complexos e que os indivíduos que celebram tais contratos atuam com racionalidade limitada (Simon, 1955). Espera-se ainda que ao firmar um contrato com a empresa, o agente contribua com algo, antecipando uma subsequente compensação por parte da empresa (Sunder, 2014).

Finalmente, a Teoria do Mercado Eficiente sugere que os preços dos ativos financeiros refletem todas as informações disponíveis de forma eficiente. Assim, o conceito de mercado eficiente é aquele em que todas as informações disponíveis são incorporadas ao preço das ações (Fama, 1970). A eficiência de mercado é dividida em três categorias: fraca, semiforte e forte (Fama, 1970; Fama, 1991). A forma fraca leva em consideração apenas os preços históricos. Na semiforte, os preços se ajustam às informações públicas disponíveis. Por fim, a forma forte denota que os investidores ou grupos possuem acesso a quaisquer informações relevantes para a formação de preços.

Considere as principais características de cada teoria mencionada para responder ao caso. Utilize dos pressupostos para refletir sobre as decisões tomadas pelo Sr. Kusum e como elas podem ser usadas para explicar seu comportamento.

1.2 Investindo no exterior

O Sr. Kusum, investidor brasileiro, se espelha em grandes empresários conhecidos mundialmente. Admirador de Elon Musk, ele tem acompanhado toda a trajetória do homem mais rico do mundo desde a criação da empresa Tesla Motors Inc., doravante Tesla, não apenas pelos trabalhos revolucionários enquanto empresário, mas também pelas atividades de filantropia que permeia a carreira de Musk.

A Tesla, uma empresa fabricante de carros elétricos, foi criada em 2003 por Elon Musk. Posteriormente, ele diversificou seus negócios atuando como fundador, diretor executivo ou CEO em diversos outros setores como: energias renováveis (SolarCity), viagens interplanetárias (SpaceX), pesquisas médicas (Neuralink) e projetos envolvendo inteligência artificial (OpenAI).

Através de suas redes sociais, Musk demonstrou publicamente suas preocupações com a extinção humana propondo soluções das quais algumas são o objetivo principal de suas empresas e já estão sendo feitas na prática. Entre elas, a redução do aquecimento global, a colonização do planeta Marte e o desenvolvimento seguro da inteligência artificial para promoção do bem-estar público. Tais feitos fizeram com que a *Business Insider* nomeasse Musk como um dos “Top 10 Visionários que Criam Valor para o Mundo” junto de Mark Zuckerberg e Sal Khan. Além da ajuda de suas empresas para a sociedade, Musk é presidente da Musk *Foundation* que, por meio de esforços filantrópicos, provê sistemas de energia solar e instalações de fontes de água com sistemas de filtração para permitir acesso à água potável em áreas atingidas por desastres.

Ao acompanhar as atitudes de Musk, em conjunto com a análise das demonstrações financeiras da Tesla, o Sr. Kusum sentiu-se motivado a fazer investimentos em empreendimentos desta natureza. Assim, em 2017, o empresário tornou-se acionista da referida empresa, pois visualizou a oportunidade de obter benefícios financeiros no campo empresarial, diversificando a sua carteira. No ano seguinte, Musk tuitou em suas redes sociais que tiraria a Tesla da bolsa,

o que provocou uma grande apreensão por parte da Comissão de Valores Mobiliários norte-americana (SEC – *Securities and Exchange Commission*) (Olhar Digital, 2018, 01 de outubro; G1, 2022, 04 de abril).

A postagem a respeito da possível retirada da Tesla da bolsa marcou a carreira de Elon Musk, ocasionando sua demissão como CEO da companhia devido ao descumprimento de sua promessa, visto que a empresa não fechou seu capital. O acordo dos reguladores americanos – que acusaram Musk de enganar os investidores – além de sua demissão da presidência lhe custou uma multa de 20 milhões de dólares (Olhar Digital, 2018, 01 de outubro).

Por causa das publicações de Musk, o Sr. Kusum ficou preocupado, já que ele tinha investido a quantia de R\$100.000 na Tesla, o qual pretendia recuperar nos próximos cinco anos com um retorno de, pelo menos, 25% deste valor. Entretanto, apesar da informação ter repercutido negativamente no mercado, ainda assim, ele decidiu manter seu investimento, pois confiava que poderia obter retornos financeiros. A partir destes acontecimentos, todavia, o Sr. Kusum percebeu que as atitudes de Musk refletiam significativamente no preço das ações da Tesla.

1.3 Quanto mais investimentos melhor

Em novembro de 2021, Musk se envereda em outra polêmica ao usar o *Twitter* para fazer uma enquete com seus seguidores sobre se colocava à venda 10% de suas ações da Tesla. Musk prometeu acatar o resultado da votação. Com um percentual de 58% dos votos a favor, Musk realizou a venda das ações.

Ao tomar conhecimento de mais uma polêmica de Musk nas redes sociais envolvendo a Tesla, referente à venda de 10% das ações por votação em redes sociais, o Sr. Kusum percebeu que as atitudes tomadas pelo dono da empresa poderiam impactar seus ganhos, visto que poderiam reverberar no mercado financeiro. Por outro lado, o Sr. Kusum admirava Musk enquanto empresário e filantropo, e isto poderia influenciar suas decisões. Mesmo assim, ele ainda decidiu continuar com o investimento, pois pensava que afinal a Tesla é uma das empresas mais inovadoras da atualidade com a possibilidade de levar a humanidade a um novo patamar na inovação tecnológica.

Como investidor, Musk resolveu comprar uma participação de 9,2% no *Twitter*, o que fez dele o maior acionista individual. As ações foram adquiridas em março de 2022, mas a negociação só foi revelada em 4 de abril de 2022. Na ocasião, Musk tinha cerca de 73 milhões de ações do *Twitter*, montante avaliado em US\$ 2,9 bilhões (R\$ 14 bilhões). Dias depois da compra dessa fatia da empresa, ele fez enquetes em seu perfil na rede social sobre liberdade de expressão e disse que considerava seriamente criar uma rede social para garantir esse direito aos usuários da internet (Wright et al., 2022, 04 de abril).

Posteriormente, o homem mais rico do mundo decidiu comprar o *Twitter* ao invés de criar uma rede social como planejava. O *Twitter* informou que os acionistas receberiam US\$ 54,20 (R\$ 264,00) em dinheiro por cada ação (Miranda, 2022, 25 de abril). Segundo a empresa, esse valor representaria um prêmio de 38% da cotação de fechamento de 1º de abril de 2022, último dia de negociações das ações antes da participação de Musk na empresa ser revelada (Miranda, 2022, 25 de abril). Caso o acordo não fosse cumprido, o empresário deveria pagar US\$ 1 bilhão ao *Twitter*, revela contrato divulgado pela rede social. Uma das razões para o pagamento desse montante se deve à possibilidade de o empresário não conseguir o financiamento necessário para a quitação da compra (G1, 2022, 25 de abril).

Para ser fechado o acordo de compra do *Twitter*, Musk usaria US\$ 21 bilhões (R\$ 102 bilhões) de sua fortuna e o restante seria obtido de um empréstimo de US\$ 25,5 bilhões (R\$ 124 bilhões) junto ao banco *Morgan Stanley*. Apesar de ter quase US\$ 265 bilhões, grande parte do dinheiro de Musk estava atrelado às ações da fabricante de carros elétricos (Tesla), correspondendo cerca de 17% da empresa, avaliada em mais de US\$ 1 trilhão, além de ações da SpaceX (Rosa, 2022, 21 de abril).

Para conseguir o montante de US\$ 21 bilhões para honrar a compra do *Twitter*, Musk vendeu US\$ 8,5 bilhões em ações da Tesla. Além disso, a revista *Forbes* lembrou que ele já usou mais da metade de sua participação na montadora como garantia de outros empréstimos. Outra forma do bilionário pagar pelo acordo seria buscar investidores que se juntem à sua proposta, comprando uma participação futura do *Twitter*. Em dois momentos, o homem mais rico do mundo indicou que pode trabalhar em conjunto com os investidores atuais da rede social.

Enquanto acionista da Tesla, o Sr. Kusum mais uma vez ficou surpreso com a decisão de Musk em expressar a possibilidade de comprar o *Twitter*, desfazendo-se das ações da Tesla para efetuar a compra. No entanto, levando-se em conta a capacidade de Elon Musk em gerir seus negócios e desenvolver novas tecnologias, o Sr. Kusum viu uma oportunidade de diversificar seus investimentos. Ao considerar o cenário econômico mundial e a incerteza do retorno de seus investimentos, devido à crise pandêmica do Covid-19, o Sr. Kusum enxergou na compra do *Twitter* a possibilidade de se tornar acionista. Assim, ele chegou à conclusão de que este era o momento ideal para também se tornar investidor do *Twitter*, já que o homem mais rico do mundo estava investindo na rede social.

Fazendo mais pesquisas acerca da situação da compra do *Twitter*, Sr. Kusum percebeu que, de fato, Musk ainda não era dono da rede social. O que aconteceu foi a aprovação do negócio por unanimidade pelo Conselho de Administração do *Twitter* e isso era um passo importante para o magnata assumir o controle da rede social. Segundo o *Twitter*, a transação ainda precisava ser aprovada pelos acionistas e por órgãos regulatórios. A previsão é de que fosse concluída ainda no ano de 2022.

Empolgado pela possibilidade de obter ganhos altos e no curto prazo, visto que a divulgação da informação de que Musk se tornara um dos maiores acionistas do *Twitter* fez com que as ações subissem rapidamente, o Sr. Kusum realizou a compra de ações da rede social, pois tinha em mente que o preço das ações continuaria subindo, ou mesmo que não

subisse, ainda assim, ele poderia vendê-las com ganhos, já que a intenção de Musk era tornar o *Twitter* uma empresa de capital fechado.

O Sr. Kusum só conseguia se lembrar da declaração de Musk sobre a rede social: “Quero tornar o *Twitter* melhor do que nunca, aprimorando o produto com novos recursos, tornando os algoritmos de código aberto para aumentar a confiança, derrotando *bots* (robôs) de *spam* e autenticando todos os humanos”.

Após a aquisição das ações do *Twitter*, o Sr. Kusum notou que as ações da empresa na bolsa de valores norte-americana NYSE (*New York Stock Exchange*) tiveram uma queda nos preços, condizente com a expectativa dos analistas. Todavia, o Sr. Kusum ficou mais animado em vender suas ações para Elon Musk, pois no relatório do primeiro trimestre do *Twitter* houve uma rápida menção acerca da aquisição da rede social, indicando que a transação realmente ocorreria, ficando apenas pendente as questões regulatórias e a aprovação pelos acionistas.

No entanto, o Sr. Kusum não contava que em 13 de maio de 2022, Musk declarasse que o acordo estava suspenso, alegando que o *Twitter* não justificou seus pedidos acerca do número exorbitante de contas falsas e de *spam* na rede social. O anúncio fez com que as ações da companhia tivessem uma queda em torno de 20% nas negociações prévias à abertura da NYSE para desespero do investidor brasileiro. Em junho do mesmo ano, Musk novamente adverte sobre a possibilidade de desistir da compra pelo mesmo motivo.

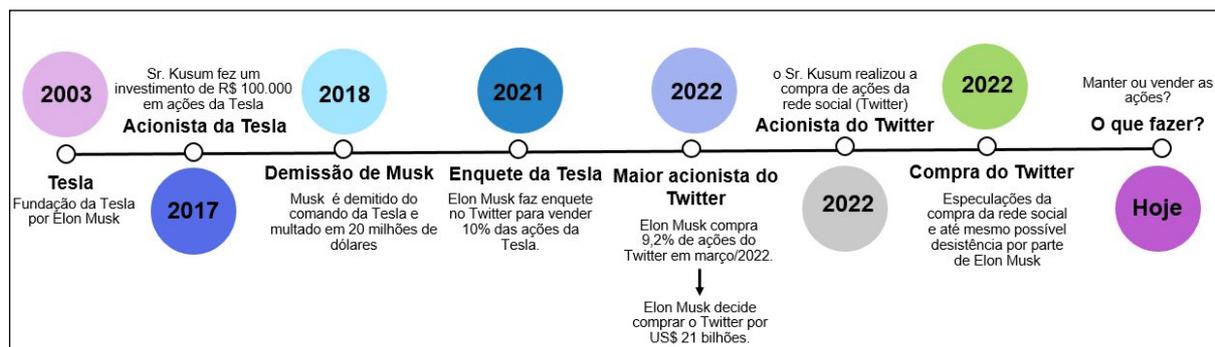
O bilionário declarou que fez diversos pedidos para conseguir informações sobre as contas falsas e de *spam* do *Twitter*, no entanto, somente recebeu dados incompletos da plataforma. Em consequência disso, Elon Musk informou dia 08 de julho de 2022, que desistiu do acordo de compra do *Twitter*. Para tanto, enviou um documento à SEC, afirmando que houve violação de várias disposições do acordo com a rede social. Em contrapartida, o *Twitter* informou que a empresa iria recorrer da decisão de Musk para cumprir com o contrato estabelecido.

Elon Musk, em função de ter questionado a plataforma sobre o número de contas falsas e de *spam* sem obter respostas, já havia sinalizado que poderia vir a desistir da compra se não pudesse fazer suas próprias análises. Ainda, em maio deste ano o bilionário declarou que as contas suspeitas poderiam representar 20% da base de usuários do *Twitter*.

A rede social, por sua vez, afirma que menos de 5% de sua base de 229 milhões de usuários são perfis *fakes*. Após a desistência do dono da Tesla e da SpaceX, o *Twitter* prometeu uma batalha judicial para fazer o negócio ser cumprido. Enquanto isso, as ações da rede social caíram 5% no fim da tarde de sexta, 08 de julho de 2022, na bolsa de Nova York.

1.3 Manter ou vender as ações? Eis a grande questão.

Figura 1 – Linha do tempo dos acontecimentos listados no caso.



Em posse de todas as informações divulgadas sobre a desistência da compra do *Twitter* e a consequência dessas informações nas ações da empresa, sendo também acionista da Tesla e tendo receio de que esta atitude de Musk repercutisse na empresa desenvolvedora de carros elétricos, o Sr. Kusum juntou informações que considerou suficiente tanto das empresas quanto do mercado para basear suas próximas decisões. Assim sendo, considere que você assuma o papel do Sr. Kusum, a decisão seria de manter os investimentos ou vender as ações?

REFERÊNCIAS

Campos, S., & Costa, R. (2018). Teoria da agência, Stewardship e Stakeholders: um ensaio sobre sua relevância no contexto das organizações. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 8, n. 3, p. 77-91. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v8i3.5416>

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, v. 22, n. 1, p. 20-47. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9707180258>

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, v. 16, n. 1, p. 49-64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>

Fama, E. F. (1970). Efficient markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v.25, n. 2, p. 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>

- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, v. 46(5), pp. 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Friedman, M. A. (1970). Theoretical framework for monetary analysis. *Journal of Political Economy*, v.78, n. 2, p. 193-238. <http://dx.doi.org/10.1086/259623>
- Isidore, C & Disis, J. (2021, 11 de novembro). *Musk vendeu cerca de US\$ 5 bilhões em ações da Tesla após enquete no Twitter*. <https://www.cnnbrasil.com.br/business/musk-vendeu-cerca-de-us-5-bi-em-acoes-da-tesla-apos-enquete-no-twitter/>
- Marin, J. (2022, 18 de abril). *Elon Musk pode ter que fazer 'empréstimo' para comprar Twitter*. <https://www.tecmundo.com.br/mercado/237229-elon-musk-ter-fazer-emprestimo-comprar-twitter.htm>
- Miranda, P. (2022, 25 de abril 25). *Elon Musk compra Twitter por US\$ 44 bilhões. Como ficam as ações da empresa?* <https://jconcur-sos.com.br/noticia/brasil/elon-musk-compra-twitter-por-us-44-bilhoes-como-ficam-acoes-da-empresa-94603>
- Rosa, G. S. (2022, 21 de abril). *Elon Musk quer colocar US\$ 21 bilhões do próprio bolso para comprar Twitter*. <https://tecnoblog.net/noticias/2022/04/21/elon-musk-quer-colocar-us-21-bilhoes-do-proprio-bolso-para-comprar-twitter/>
- FORBES (2022, 08 de julho). *Elon Musk desiste de acordo para comprar o Twitter*. <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/07/elon-musk-desiste-de-compra-do-twitter-diz-que-empresa-violou-termos-do-acordo/>
- G1 (2022, 04 de abril). *Elon Musk cogitou criar rede social para promover liberdade de expressão dias depois de comprar parte do Twitter*. <https://g1.globo.com/tecnologia/noticia/2022/04/04/elon-musk-cogitou-criar-rede-social-para-promover-liberdade-de-expressao-dias-depois-de-comprar-parte-do-twitter.ghtml>
- G1 (2022, 25 de abril). *Elon Musk compra o Twitter: o que se sabe até agora e quais são os próximos passos*. <https://g1.globo.com/tecnologia/noticia/2022/04/25/elon-musk-compra-o-twitter-o-que-se-sabe-ate-agora.ghtml>
- G1 (2022, 08 de julho). *Elon Musk desiste de comprar Twitter, e rede social promete batalha judicial*. <https://g1.globo.com/tecnologia/noticia/2022/07/08/elon-musk-deixa-negociacao-de-compra-do-twitter.ghtml>
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Lopes, A.B. (2004). *A Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Contabilidade*. In: Iudicibus, S. L., Lopes, A. B. Teoria avançada da contabilidade. São Paulo: Atlas.
- Simon, H. A. (1955) A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 69, n. 1, pp. 99-118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- Sunder, S. (2015). *Theory of Accounting and Control*. São Paulo: Atlas.
- Site OLHAR DIGITAL (2018, 01 de outubro). *Elon Musk é forçado a deixar presidência da Tesla por causa de um tweet*. <https://olhardigital.com.br/2018/10/01/pro/elon-musk-e-forcado-a-deixar-presidencia-da-tesla-por-causa-de-um-tweet/>
- Tesla. (2022). *Securities and exchange commission. Form 10-k tesla inc. 2022*. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1318605/000095017022000796/tsla-20211231.htm>
- Twitter. (2022). *Securities and exchange commission. FORM 10-Q*. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000141809122000147/twtr-20220630.htm>
- Wright, R., Balu, N., & Mathews, E. (2022, 04 de abril). *Musk se torna maior acionista do Twitter após assumir participação de 9,2%*. <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/04/elon-musk-vira-um-dos-maiores-acionistas-do-twitter.shtml>

PARTE 2 – NOTAS PARA ENSINO

2.1 Objetivos de ensino

O caso de ensino tem como objetivo propiciar aos discentes: 1) a compreensão dos pressupostos das Teorias que envolvem conflito de interesses; 2) o estabelecimento de relações entre os pressupostos e o comportamento dos envolvidos no processo de tomada de decisões; 3) por fim, o desenvolvimento da capacidade de identificar qual ou quais teorias fundamentam o comportamento dos agentes.

2.2 Fontes e Métodos de coleta

As informações que embasam este caso de ensino são fundamentadas numa pesquisa em *sites* que fizeram divulgações sobre a aquisição de ações do *Twitter* por Elon Musk até especulações da compra desta rede social. Visando atualização das informações, dado que a proposição do caso de ensino ocorreu paralelamente aos desdobramentos da negociação do *Twitter*, realizou-se a inserção de novas informações que foram sendo publicadas, principalmente em *sites* brasileiros de notícias. Além disso, procedeu-se um confronto das informações publicadas, a fim de obter maior confiabilidade às informações trazidas para o caso sobre a compra do *Twitter*.

2.3 Relação com os objetivos de um curso ou disciplina:

Verifica-se que o caso de ensino pode auxiliar professores de disciplinas que envolvem teorias comportamentais, uma vez que exemplifica o comportamento dos indivíduos a partir de uma situação real. O caso traz em sua configuração a possibilidade de entender os pressupostos destas teorias, além da visualização prática da ação comportamental que pode ser explicada por algumas delas.

2.4 Disciplinas sugeridas para o uso do caso

O caso pode ser aplicado no contexto de cursos de graduação e de pós-graduação *latu sensu* e *stricto sensu* nas disciplinas de Teoria da Contabilidade, Teoria Avançada da Contabilidade, Finanças Corporativas e Mercado de Capitais.

2.5 Questões que podem ser propostas aos discentes

- 1) Identifique e justifique fatos explicitados no cenário que podem ser explicados pela Teoria *Stewardship* e pela Teoria da Agência.
- 2) Reflita e argumente sobre os pressupostos da Teoria dos *Stakeholders* apresentados no caso e sua relação com a Teoria dos Contratos envolvendo a Tesla e o *Twitter*.
- 3) Considere a Teoria do Mercado Eficiente para avaliar o comportamento do mercado financeiro em decorrência das informações divulgadas sobre a compra do *Twitter*.
- 4) O Sr. Kusum, vislumbrando obter altos ganhos, tornou-se acionista da Tesla. Em seguida, motivado pelas especulações da compra do *Twitter* por Elon Musk, também se tornou acionista desta rede social. Conforme descrito no caso, o Sr. Kusum juntou informações acerca das duas empresas com o intuito de resolver seu dilema atual: vender ou manter as ações das referidas empresas? Se fosse você no lugar do Sr. Kusum, o que faria? Justifique sua resposta.

2.6 Análise das questões

Antes da aplicação do caso, o docente deverá discutir com os alunos todas as teorias (Teoria da Agência, Teoria *stewardship*, Teoria dos *stakeholders*, Teoria dos Contratos e Teoria do Mercado Eficiente) indicadas na construção do caso. Adicionalmente, numa aula anterior à aplicação do caso, o docente pode solicitar que os alunos construam um mapa mental de forma a compreenderem os principais pressupostos teóricos de cada teoria e como elas sustentam o comportamento dos indivíduos no que se refere a decisões. Na sequência, o professor pode abordar os aspectos das teorias solicitadas nas questões, estabelecendo relação com todas as teorias estudadas anteriormente.

1 - Identifique e justifique fatos explicitados no caso que podem ser explicados pela Teoria *Stewardship* e pela Teoria da Agência

No que diz respeito à Teoria *Stewardship*, o professor pode argumentar que a base desta teoria é a ética, pautada no bem-estar coletivo, colocando foco na maior utilidade no bem coletivo do que aplicá-lo em prol de si mesmo (Donaldson & Davis, 1991). A partir desses pressupostos, depreende-se que os fundamentos desta teoria estão na tomada de decisão mais justa possível, tendo em mente o bem-estar da coletividade.

As ações de Musk apresentadas no caso que podem denotar influência da Teoria *Stewardship* são as seguintes:

- preocupações com a extinção da raça humana;
- redução do aquecimento global;
- colonização do planeta Marte e o desenvolvimento seguro da inteligência artificial para promoção do bem-estar público;
- ser o presidente da *Musk Foundation*, que atua na filantropia;
- fornecimento de sistemas de energia solar e instalações de fontes de água com sistemas de filtração para permitir acesso à água potável em áreas atingidas por desastres;
- ideia de promoção da liberdade de expressão na internet.

O professor pode aprofundar a reflexão dos pressupostos da Teoria *Stewardship* ao levantar questionamentos se de fato as ações filantrópicas de Musk são apenas para o bem-estar social ou se a intenção ao promover essas ações é buscar repercussão positiva sobre si mesmo, de forma a se beneficiar na expansão dos seus negócios ao se tornar mais conhecido. Conforme visto no caso, a decisão do Sr. Kusum muitas vezes foi motivada pela crença que Musk é um homem correto e que ajuda pessoas em situação de risco, por meio da filantropia.

A Teoria da Agência preconiza a existência de conflitos de interesse entre agente e principal (Jensen & Meckling, 1976). Davis et al. (1997) enfatizam que o homem concebido dentro do modelo de Agência assume a ideia de um ser egoísta, baseado no individualismo, ou seja, um ser que objetiva benefícios próprios. Ademais a relação de agência está fundamentada em baixos níveis de comprometimento.

As ações destacadas no caso de ensino que denotam atitudes alinhadas à Teoria da Agência estão elencadas a seguir:

- apesar de levar em consideração as ações filantrópicas de Elon Musk, realiza investimento na empresa buscando benefício próprio, ao diversificar sua carteira (Kusum);
- postagem de tuíte sobre retirar a Tesla da bolsa de valores (Elon Musk);
- descumprimento da promessa de fechamento do capital da Tesla (Elon Musk);
- postergação da divulgação de aquisição de 9,2% das ações do *Twitter* (Elon Musk);
- intenção de criar/comprar uma rede social privada para publicar qualquer informação que desejar sob o pretexto de defender a liberdade de expressão (Elon Musk);
- compra de ações da Tesla, motivado apenas pelos ganhos (Kusum);
- ameaça de suspensão do acordo de compra do *Twitter* (Elon Musk);
- divulgação da informação sobre 20% das contas de o *Twitter* serem suspeitas (Elon Musk);
- rede social informar que apenas 5% das contas são perfis fakes (*Twitter*);
- desistência da compra do *Twitter* (Musk);
- embate judicial (*Twitter*).

Listadas todas as ações que poderiam ser motivadas pelo comportamento de agência, o professor, em conjunto com os alunos, pode estabelecer relações destas ações com os pressupostos discutidos anteriormente sobre a Teoria da Agência, vinculando cada ação tomada ao pressuposto correspondente. Desta forma, os pressupostos das teorias poderão ser visualizados e analisados numa situação que expressa a realidade.

2 - Reflita e argumente sobre os pressupostos da Teoria dos Stakeholders apresentados no caso e sua relação com a Teoria dos Contratos envolvendo a Tesla e o Twitter.

Neste ponto do caso, o professor pode retomar o conceito de *stakeholders*, a partir de autores seminais. Freeman (1984) define *stakeholders* como qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou que é afetado pelos objetivos da empresa. Além disso, a Teoria dos *Stakeholders* é firmada sobre a ideia de que aqueles agentes possuem interesses legítimos e participam das operações da companhia, portanto, não cabe a priorização dos interesses de um grupo em detrimento de outros (Friedman, 1970).

No cenário apresentado no caso, nota-se que a atitude de Musk em relação à possível retirada da Tesla da bolsa de valores e a promessa de fechamento do capital da empresa acarretou sua demissão e o pagamento de multa de 20 milhões de dólares, pois ele não cumpriu o que foi prometido. Neste aspecto, houve, por parte da organização, o não cumprimento de seu papel quanto a gerenciar o relacionamento e necessidades de todas as partes interessadas no processo de criação de valor (Campos & Sousa, 2018).

Em outra perspectiva, o anúncio da compra de ações do *Twitter* já afetou o comportamento dos potenciais *stakeholders*, isto é, aumentou o preço das ações uma vez que investidores com menos experiência entendem que é o momento certo de investir no negócio. Ao realizar o anúncio da compra se presume que todos têm acesso às informações de maneira igualitária, sem priorização de certos agentes, concepção fundamentada na Teoria do Mercado Eficiente (Fama, 1970; Fama, 1991).

Quando se volta para a Teoria dos Contratos supõe-se que os contratos são incompletos e complexos, e que aqueles que estabelecem contratos com a empresa possuem racionalidade limitada (Simon, 1955). Adicionalmente, acrescenta-se que ao estabelecer um contrato com a empresa espera-se que o agente ofereça algo e em troca a empresa possa compensá-lo posteriormente (Sunder, 2014). Assim sendo, é preciso que os contratos sejam bem detalhados para que se compreendam as responsabilidades de cada uma das partes, bem como o que será oferecido e recebido por cada uma delas.

Musk firmou um acordo com *Twitter*, embora o contrato de compra e venda não tenha sido efetivamente assinado. O que ocorreu foi a desistência do comprador, conforme demonstrado no caso. Verifica-se que o anúncio da compra e até mesmo o valor estabelecido da multa (1 bilhão de dólares) gerou reações no mercado financeiro em torno dessa transação. Em consequência, gerou-se expectativas nos diversos *stakeholders*, como gerentes, acionistas, credores, possíveis investidores e no mercado financeiro como um todo.

Ressalta-se a vinculação entre a Teoria dos *Stakeholders* e a Teoria dos Contratos, visto que ambas são interdependentes. De um lado, tem-se o *stakeholder* buscando gerar valor para a empresa, do outro tem-se o contrato em si, representando a maneira estabelecida pela empresa para firmar os compromissos de cada *stakeholder*. Apesar de não ter firmado um contrato com o *Twitter*, a divulgação da posição de Musk em relação à rede social acarretou diferentes consequências, concedendo à empresa a possibilidade de judicialmente requerer o cumprimento do acordo previamente estabelecido.

3 - Considere a Teoria do Mercado Eficiente para avaliar o comportamento do mercado financeiro em decorrência das informações divulgadas sobre a compra do *Twitter*.

No que concerne à avaliação do comportamento do mercado financeiro, o professor pode, em conjunto com os alunos, relembrar o conceito de mercado eficiente. Mercado eficiente, de acordo com Fama (1970), é aquele em que todas as informações disponíveis estão refletidas no preço das ações. Ademais, os principais pressupostos (participantes do mercado agem racionalmente; o mercado reflete todas as informações; não é possível prever os preços de forma sistemática em mercados eficientes; e, se existem retornos anormais, eles não permanecem) também podem ser discutidos. Na sequência, o docente pode conduzir estas reflexões até abordar as categorias de eficiência de mercado, as quais são: fraca, semiforte e forte (Fama, 1970; Fama, 1991).

Após as reflexões prévias sobre os principais pressupostos da Teoria do Mercado Eficiente, pode-se relacionar tais aspectos com o contexto estabelecido no caso de ensino. Primeiramente, verifica-se que as atitudes de Elon Musk quando são desconhecidas não refletem no mercado, contrapondo à suposição de que todas as informações estão disponíveis no mercado. No entanto, quando estas informações se tornam públicas, há mudanças no comportamento dos agentes, indicando que o mercado absorve essas informações e os preços das ações são ajustados, o que alude à classificação da eficiência do mercado como semiforte.

As seguintes informações foram expostas no contexto do caso, podendo ser objeto de discussão com base na eficiência do mercado:

- Musk tuitou em suas redes sociais que tiraria a Tesla da bolsa e provocou apreensão da SEC. Diante do descumprimento de retirada da Tesla da Bolsa, Musk foi demitido da presidência da empresa;
- Elon Musk decidiu comprar o *Twitter*. A rede social, por sua vez, publicou que os acionistas receberiam US\$ 54,20 (R\$ 264,00) em dinheiro por cada ação.
- Musk declarou que o acordo estava suspenso, alegando que o *Twitter* não respondeu seus pedidos de informação acerca do número exorbitante de contas falsas e de *spam* na rede social. O anúncio fez com que as ações da companhia tivessem uma queda em torno de 20% nas negociações prévias à abertura da NYSE.

4 - O Sr. Kusum, vislumbrando obter altos ganhos, tornou-se acionista da Tesla. Em seguida, motivado pelas especulações da compra do *Twitter* por Elon Musk, também se tornou acionista desta rede social. Conforme descrito na Parte 1, o Sr. Kusum juntou informações acerca das duas empresas com o intuito de resolver seu dilema atual: vender ou manter as ações das referidas empresas. Se fosse você no lugar do Sr. Kusum, o que faria? Justifique sua resposta.

Há possibilidade de diversas respostas por parte dos alunos. A seguir listam-se algumas considerações que eles podem ter.

Opção 1: Venda apenas das ações da Tesla

Alguns alunos podem chegar à conclusão de que apenas as ações da Tesla podem ser vendidas sem muitos prejuízos, por acreditarem que não haveria possibilidade de resgate do valor total investido nos próximos cinco anos. A visão destes alunos pode ser motivada devido ao fato de Elon Musk ter vendido US\$ 8,5 bilhões em ações da Tesla e a revista Forbes ter anunciado que ele já usou mais da metade de sua participação na montadora como garantia de outros empréstimos. Neste caso, a venda das ações pode acarretar instabilidade nos acionistas, uma vez que ideias inovadoras de

tecnologia são provenientes de Musk. Com a venda das ações, o empresário pode não ter tanto interesse em empreender esforços para dar continuidade aos projetos outrora estabelecidos.

Em relação às ações do *Twitter*, os alunos podem achar que a melhor opção é manter a compra, pois ainda haverá uma batalha judicial que poderá obrigar Musk a cumprir com o contrato de compra. Caso isso não aconteça, será um tempo de investimento necessário para que a empresa ao menos recupere suas perdas em decorrência dos anúncios de cancelamento da compra nos meses de maio e junho de 2022.

Opção 2: Vender apenas as ações do *Twitter*

Diante da surpresa do cancelamento da compra do *Twitter*, alguns alunos podem pensar que a melhor decisão com o menor custo e maior benefício na conjuntura do momento seria vender as ações da referida rede social. Ao entrar numa batalha judicial, além de levar tempo até que a empresa recupere as perdas ocorridas com os anúncios de cancelamento da compra nos meses de maio e junho de 2022, a empresa poderá sofrer também com a repercussão do processo, acarretando ainda mais prejuízos à sua imagem. Neste caso, seria melhor resgatar o dinheiro investido, mesmo que em parte, para investir numa empresa com possibilidade de ganho mais sólido.

No que tange à Tesla, alguns alunos podem chegar à conclusão de que não há motivo aparente para realizar a venda das ações, pois a empresa, embora ainda ligada à imagem de Elon Musk, pode obter resultados positivos para os próximos anos e trazer para o investidor ganhos substanciais, já que a Tesla se recuperou quando Elon Musk deixou o cargo de CEO da empresa e os projetos estabelecidos continuaram sendo implementados sem a participação constante dele.

Opção 3: Vender as ações da Tesla e do *Twitter*

Outros alunos podem pensar que a melhor opção é vender tanto as ações da Tesla quanto do *Twitter*, pois Musk já vendeu US\$ 8,5 bilhões em ações da Tesla. Ademais, a revista Forbes divulgou que ele já usou mais da metade de sua participação na montadora como garantia de outros empréstimos. Assim sendo, pode haver instabilidade no mercado com a posição que Musk assumiu ao vender uma boa quantidade de suas ações, já que ele era o responsável diretamente pelos projetos tecnológicos da empresa. Deste modo, a empresa pode vir a não ser mais prioridade do investidor e em consequência alguns projetos podem ser descontinuados, uma vez que o relatório anual de gestão da Tesla informou a dependência pessoal para desenvolvimento de projetos futuros da empresa e de sua continuidade.

Sobre o *Twitter*, os alunos podem concluir que o melhor a se fazer nesta situação também é vender as ações, pois a empresa entrará numa batalha judicial que pode trazer ainda mais prejuízos a ela, inclusive à sua imagem. Estes prejuízos podem se refletir nos preços das ações, induzindo a mais quedas nos preços e, portanto, a um maior prejuízo para os investidores.

Opção 4: Não vender as ações da Tesla e do *Twitter*

A melhor opção que alguns alunos podem chegar é manter as ações da Tesla e do *Twitter*. Em se tratando da Tesla, denota-se que embora haja uma relação da imagem de Elon Musk à empresa, percebe-se que a empresa tem condições de gerar benefícios a longo prazo, portanto, para não ter prejuízos no investimento, é melhor esperar um pouco mais antes de efetuar a venda. Para tanto, é bom observar como o mercado está reagindo às atitudes de Elon Musk e o efeito dessas atitudes na Tesla.

Em relação às ações do *Twitter*, o melhor é aguardar os próximos passos, já que foi anunciado pela rede social que haverá uma batalha judicial em relação ao compromisso de compra assumido por Musk. Portanto, não é o melhor momento para liquidar as ações da empresa e esperar pelo desenrolar da situação é a atitude mais prudente.

2.7 Possível organização de aula para uso do caso

É indispensável que os discentes tenham feito uma leitura prévia do caso de ensino e tenham tentado compreender, à luz dos pressupostos das teorias, os comportamentos dos envolvidos na situação destacada ao longo do caso apresentado. Posteriormente, o docente poderá utilizar da Aprendizagem Baseada em Problemas (PBL) e aplicar o caso conforme a sequência a seguir:

- No primeiro encontro, dividir os alunos em duplas ou trios para que discutam e respondam as questões propostas no caso de ensino, relacionando-os com os pressupostos das teorias;
- O segundo encontro será usado para que os discentes apresentem as resoluções das questões propostas, justificando as respostas;
- Por fim, no terceiro encontro os alunos exporão exemplos de situações reais do mercado financeiro que podem ser explicadas, mesmo que em parte, pelas Teorias aplicadas no caso.

REFERÊNCIAS DAS NOTAS DE ENSINO E SUGESTÕES DE BIBLIOGRAFIA

- Campos, S., & Costa, R. (2018). Teoria da agência, Stewardship e Stakeholders: um ensaio sobre sua relevância no contexto das organizações. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 8, n. 3, p. 77-91. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v8i3.5416>
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, v. 22, n. 1, p. 20-47. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9707180258>
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, v. 16, n. 1, p. 49-64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Fama, E. F. (1970). Efficient markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v.25, n. 2, p. 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, v. 46(5), pp. 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Friedman, M. A (1970). Theoretical framework for monetary analysis. *Journal of Political Economy*, v.78, n. 2, p. 193-238. <http://dx.doi.org/10.1086/259623>
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory*. 7 ed. Toronto: Pearson.
- Simon, H. A. (1955) A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 69, n. 1, pp. 99-118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- Sunder, S. (2015). *Theory of Accounting and Control*. São Paulo: Atlas.