

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO

VITOR HUGO DE MEDEIROS RODRIGUES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE AGÊNCIA:  
UMA VISÃO DO MERCADO BRASILEIRO**

SÃO PAULO

2016

VITOR HUGO DE MEDEIROS RODRIGUES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE AGÊNCIA:  
UMA VISÃO DO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia. Campo de Conhecimento: Finanças Corporativas.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Zoratto Sanvicente

SÃO PAULO

2016

Vitor Hugo de Medeiros Rodrigues.

Governança corporativa e custo de agência: uma visão do mercado brasileiro /  
Rodrigues, Vitor Hugo de Medeiros. - 2016.

44 f.

Orientador: Antonio Zoratto Sanvicente

Dissertação (mestrado) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Governança corporativa. 2. Executivos - Salários, etc. 3. Investidores (Finanças)  
- Brasil. 4. Análise de painel. 5. Análise de regressão. I. Sanvicente, Antonio Zoratto.  
II. Dissertação (mestrado) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 65.012.432

VITOR HUGO DE MEDEIROS RODRIGUES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE AGÊNCIA:  
UMA VISÃO DO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Campo de conhecimento:  
Governança Corporativa

**Data de aprovação:**

\_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

**Banca examinadora:**

---

Prof. Dr. Antonio Zoratto Sanvicente  
(Orientador)  
FGV-EESP

---

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

## RESUMO

Esse trabalho investiga empiricamente a relação entre custo de agência e as medidas de monitoramento interno disponíveis aos investidores brasileiros nas empresas nacionais, utilizando amostras de companhias abertas entre os anos de 2010 e 2014, totalizando 134 empresas analisadas e 536 observações.

Para medir tal relação, foram utilizadas, como variáveis de monitoramento interno, informações sobre a remuneração variável dos executivos, entre elas o uso de outorgas de opções de compra de ações, a composição do conselho de administração, dando ênfase à representatividade dos conselheiros independentes e à dualidade entre Chairman e CEO, e o percentual do capital social das companhias que está sob propriedade dos executivos. Como *proxy* para custo de agência, foram utilizados os indicadores *Asset Turnover Ratio* e *General & Administrative Expenses (G&A)* como percentual da Receita Líquida. Neste contexto, foram estabelecidas duas hipóteses de pesquisa e estimados modelos de regressão em painel controlados por efeitos fixos de tempo e empresa, empregando como variável dependente as variáveis *proxy* do custo de agência e utilizando as variáveis endividamento e tamanho das empresas como variáveis de controle.

Os resultados dos modelos demonstram que, na amostra selecionada, há uma relação positiva e significativa entre o percentual da remuneração variável e as *proxies* de custo de agência, comportamento este contrário ao esperado originalmente. Conclui-se assim que as empresas que apresentam uma maior composição variável no total remunerado ao executivo, incorrem em um maior custo de agência, o que leva à conclusão de que tais ferramentas não são boas estratégias de alinhamento de interesses entre executivos e acionistas. As demais variáveis de monitoramento interno não apresentaram significância.

**PALAVRAS-CHAVE: Governança Corporativa, Custo de Agência, Mecanismos de Monitoramento Interno.**

## **ABSTRACT**

This paper empirically investigates the relationship between agency cost and internal monitoring corporate governance mechanisms available to Brazilian investors in local companies, using samples of listed companies for the 2010-2014 period, totaling 134 companies and 536 observations.

To measure this relationship, we used as internal monitoring variables, information about variable executive compensation, including stock options, board composition, with emphasis on the presence of independent directors and the duality between Chairman and CEO, and the percentage of the equity of the company held by managers. As a proxy for agency cost, Asset Turnover Ratio and General & Administrative Expenses (G&A) as a percentage of net revenue were used. Two research hypotheses were proposed and regression models utilizing panel data were estimated, controlling for time and company fixed effects, using as dependent variables the two proxy variables for agency cost.

The results show that, for the selected sample, there is a significant and positive relationship between the percentage of variable compensation and the agency cost proxies, which is conflict with what was originally expected. It is concluded that companies that have a higher variable compensation proportions incur in higher agency costs, leading to the conclusion that such a tool is not adequate for aligning of interests between executives and shareholders. The other internal monitoring variables were found not to be significant.

**KEYWORDS: Corporate Governance, Agency Cost, Internal Monitoring Mechanisms.**

## SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS .....	5
LISTA DE TABELAS .....	6
LISTA DE SIGLAS .....	7
CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO .....	9
1.1 FORMULAÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA .....	9
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA.....	11
CAPÍTULO II – REVISÃO DE LITERATURA.....	13
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DE AGÊNCIA .....	13
2.2 MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	16
2.2.1 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COMO MONITOR .....	16
2.2.1.1 INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	16
2.2.1.2 TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	18
2.2.2 SEPARAÇÃO ENTRE CEO E CHAIRMAN .....	19
2.2.3 REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES .....	21
2.2.4 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E O PAPEL DO AGENTE COMO ACIONISTA.....	22
2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	24
2.4 INDICADORES UTILIZADOS COMO PROXY PARA CUSTO DE AGÊNCIA EM ESTUDOS ANTERIORES.....	26
CAPÍTULO III – METODOLOGIA.....	28
3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	28
3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES .....	29
3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES .....	30
3.4 VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	31
3.5 ENDOGENEIDADE.....	32
3.6 MODELO EMPÍRICO.....	32
CAPÍTULO IV – RESULTADOS .....	35
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS .....	35
4.2 RESULTADOS EMPÍRICOS.....	38
CAPÍTULO V – CONCLUSÃO.....	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	43

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Mecanismos de Controles Internos e Externos..... 10



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Segmentos de Listagem da BM&FBovespa.....	25
Tabela 2: Setores não considerados na amostra.....	28
Tabela 3: Variáveis Dependentes.....	29
Tabela 4: Variáveis Independentes.....	30
Tabela 5: Operacionalização das Variáveis Independentes.....	30
Tabela 6: Variáveis de Controle.....	31
Tabela 7: Tamanho da Amostra por Subsetor Econômico.....	35
Tabela 8: Análise Descritiva dos Dados.....	36
Tabela 9: Análise das Médias Anuais.....	36
Tabela 10: Análise das Médias por Subsetor.....	37
Tabela 11: Análise das correlações entre as variáveis independentes defasadas.....	38
Tabela 12: Resultado da Regressão da Equação (1).....	39
Tabela 13: Resultado da Regressão da Equação (2).....	39

## LISTA DE SIGLAS

CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
EVA	Economic Value Added
G&A	General & Administrative
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	International Financial Reporting Standards
LPA	Lucro por Ação
NAICS	North American Industry Classification System
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
ROS	Return on Sales
S.A.	Sociedade por Ações
SG&A	Selling, General & Administrative

# CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

## 1.1 FORMULAÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA

Estudos sobre os impactos da estrutura de governança corporativa no desempenho operacional das empresas começaram a surgir, com maior intensidade, após o desenvolvimento da teoria de agência em Jensen e Meckling (1976).

Os referidos autores dissertaram sobre as várias combinações de conflitos de interesse, levando em consideração acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa. O raciocínio da teoria se fundamenta nas relações entre "agente" e "principal", nas quais os agentes representam, em tese, os interesses dos principais, sendo contratados para desempenhar uma função específica determinada pelo seu contratante, ou seja, o principal. É o caso, por exemplo, do acionista (o principal, neste caso) e do administrador (agente) de uma organização. Problemas de agência ocorrem quando o agente, que deveria agir sempre de acordo com o interesse do principal - razão pela qual é contratado - age tendo em vista o seu próprio interesse, isto é, objetivando maximizar sua utilidade pessoal. A teoria construída por Jensen e Meckling chamou atenção para a relação acionista-gestor<sup>1</sup> e os conflitos gerados por tal relacionamento no ambiente empresarial, incentivando novos estudos e mais literatura sobre a teoria de agência e seus impactos, inclusive o presente estudo.

Jensen e Meckling (1976) defendem que o referido conflito pode ser minimizado ou evitado por meio de políticas de incentivos e de monitoramento. Tais mecanismos foram alvos de estudo por Silveira (2002), que tomou como base Jensen e Meckling (1976) e dissertou sobre as diferentes formas de monitoramento que os acionistas podem implantar. Segundo o autor, há o monitoramento interno, no qual se criam controles e incentivos ao conselho de administração e aos executivos, e o externo, no qual a empresa está exposta às oscilações do preço de suas ações negociadas na bolsa de valores e à possibilidade de ser alvo de aquisição hostil. Tais relações ficam mais evidentes na Figura 1, abaixo.

---

<sup>1</sup> Jensen e Meckling também trataram das relações controlador-minoritário e acionista-credor, no entanto, não serão consideradas no presente estudo.

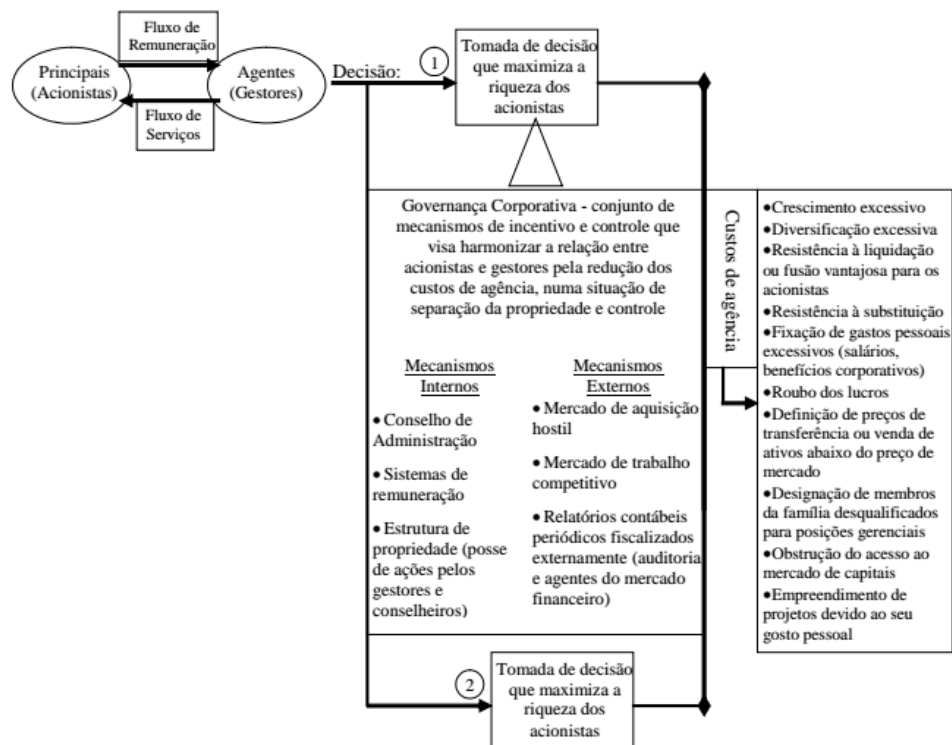


Figura 1: Mecanismos de Controles Internos e Externos.

Fonte: Silveira (2002, p.14).

A formulação da teoria de Jensen e Meckling levou a novos estudos, ganhando maior relevância a partir da década de 90, sobre a eficácia dessas políticas de incentivos e de monitoramento em minimizar o custo de agência e gerar mais valor para o acionista da empresa. Esses preceitos trouxeram à tona a discussão sobre a relação entre os monitoramentos internos, o custo de agência e o retorno observado pelos acionistas, estimulando, assim, o presente trabalho na tarefa de estudar a eficácia de tais medidas de monitoramento nas empresas brasileiras.

Estão entre os mencionados estudos os realizados por Morck et al. (1987) e Singh e Davidson (2003), que investigaram a relação entre a participação pelos conselheiros e executivos e na propriedade da empresa e indicadores de valor e eficiência<sup>2</sup>; Bhagat e Black (1999), que deram destaque à conexão entre a composição do conselho de administração e a performance da empresa; Rechner e Dalton (1991), que obtiveram uma compreensão melhor acerca da segregação entre os papéis de CEO (Chief Executive Officer) e de Chairman

<sup>2</sup> Morck et al (1987) mediram o valor da empresa utilizando o Q de Tobin e Singh e Davidson (2003) recorreram ao Asset Turnover Ratio (giro do ativo total) como métrica de eficiência.

(Presidente do Conselho de Administração) e da estrutura de remuneração dos executivos como mecanismos internos de monitoramento e, por fim, Florackis e Ozkan (2009), que utilizaram todos os fatores descritos acima para investigar os efeitos de tais indicadores no nível de custo de agência. Outro motivador para esse trabalho foi a crescente evolução da preocupação com a governança corporativa no ambiente empresarial brasileiro. Essa evolução fica evidente por medidas implantadas tanto pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) quanto pela BM&FBovespa, com o intuito de conferir mais transparência ao ambiente corporativo e mais informações para os acionistas minoritários.

Exemplos de tal evolução são vistos na crescente divulgação da remuneração dos executivos, demandada pela CVM, assim como na criação dos níveis de governança corporativa diferenciada, liderada pela BM&FBovespa, que colocaram em destaque aspectos de monitoramento das empresas.

## 1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Este estudo possui como objetivo analisar as medidas de monitoramento interno disponíveis para os acionistas brasileiros, entre elas a separação das funções de CEO e Chairman, a estrutura de remuneração dos executivos e a estrutura de propriedade, com o propósito de minimizar o custo de agência e maximizar o alinhamento entre as partes.

Para testar a relação descrita acima, adota-se a métrica de *Asset Turnover Ratio* como *proxy* principal para custo de agência entre acionista-gestor, seguindo a metodologia adotada nos estudos de Bhagat e Black (1999), Singh e Davidson (2003) e Florackis e Ozkan (2009), nos quais tal métrica é utilizada como variável para se constatar quão bem os recursos da companhia estão sendo alocados pelos executivos.

O Brasil evoluiu substancialmente quanto às boas práticas de governança corporativa nos últimos quinze anos. Este fato é corroborado pela crescente literatura nacional, com destaque para Silveira (2002) e Okimura (2003)<sup>3</sup>. A literatura brasileira continua gerando

---

<sup>3</sup> Okimura (2003) estudou a relação entre a estrutura de propriedade e controle e o valor das empresas brasileiras, entre os anos de 1998 e 2002. Entre as métricas utilizadas, se destaca o Q de Tobin como indicador de valor da empresa. Silveira (2002) investiga se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras de 1998 a 2000 alcançarem maior valor de mercado ou melhor desempenho operacional.

novos trabalhos sobre os impactos da governança corporativa nas empresas locais e o presente estudo busca contribuir para tal literatura e incentivar o desenvolvimento de novos exames sobre o tema.

O trabalho está estruturado em cinco capítulos, contando com esta introdução. No próximo capítulo, é apresentada a revisão da literatura sobre conflito de agência e as principais iniciativas de monitoramento interno disponíveis aos acionistas, tais como a composição do conselho de administração, a segregação dos papéis de CEO e Chairman, a estrutura da remuneração executiva e a estrutura de propriedade. Já no terceiro capítulo desenvolve-se a metodologia da pesquisa e a descrição das variáveis utilizadas. O quarto capítulo expõe e analisa os resultados obtidos, enquanto o quinto capítulo apresenta as considerações finais.

## CAPÍTULO II – REVISÃO DE LITERATURA

O presente capítulo tem por finalidade introduzir os conceitos que motivaram este estudo e que formam a base da pesquisa desenvolvida no capítulo seguinte.

A subseção 2.1 disserta sobre a literatura existente a respeito de Teoria de Agência, passando pelo seu desenvolvimento e por suas implicações no relacionamento entre os *stakeholders*<sup>4</sup> das instituições.

Já na subseção 2.2 são abordados os mecanismos internos disponíveis para monitoramento dos acionistas das empresas, dissertando sobre os impactos da composição do conselho de administração, da segregação entre os papéis do CEO e do Chairman, da estrutura de remuneração dos executivos e da estrutura de propriedade na governança corporativa das empresas.

A subseção 2.3 apresenta a evolução da governança corporativa no Brasil e as iniciativas tomadas pelos órgãos reguladores para desenvolvimento de medidas de monitoramento por parte dos acionistas.

Por fim, na subseção 2.4 são expostos os principais estudos analisados sobre impactos dos mecanismos internos, discutidos na subseção 2.2, sobre o desempenho das empresas, dando destaque para as métricas utilizadas nos referidos estudos.

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DE AGÊNCIA

A governança corporativa, segundo Shleifer e Vishny (1997), pode ser compreendida como um conjunto de princípios e mecanismos destinados ao gerenciamento dos potenciais conflitos de interesses entre os *stakeholders* envolvidos, cujo objetivo é assegurar que os fornecedores de capital (acionistas e credores) receberão um retorno adequado sobre seus investimentos administrados pelos agentes contratados. A aplicação da governança

---

<sup>4</sup>Partes interessadas. No contexto do trabalho, me refiro aos acionistas, executivos e membros do conselho de administração das empresas, escopo de análise do trabalho. Os interesses de credores, funcionários, clientes, por exemplo, não são analisados.

corporativa, dentro da visão da teoria de agência, considera o conceito de maximização do valor dos acionistas como principal função dos executivos.

A necessidade de governança corporativa decorre dos potenciais conflitos de interesse entre os participantes na estrutura corporativa. Para Gillian e Starks (2003), estes conflitos de interesse, muitas vezes referidos como problemas de agência, surgem a partir de duas fontes principais. Em primeiro lugar, os participantes possuem diferentes objetivos e preferências e, em segundo lugar, eles não possuem informações completas sobre ações, conhecimentos e preferências dos demais participantes. Essas duas fontes principais geram divergências no relacionamento entre o principal (quem delega o trabalho) e o agente (quem executa o trabalho) nas empresas.

O trabalho que discorre sobre essa relação agente-principal em um ambiente empresarial foi publicado por Jensen e Meckling (1976). O raciocínio se baseia nas relações entre "agente" e "principal", nas quais os agentes representam, em tese, os interesses dos principais. É o caso, por exemplo, do acionista (o principal, neste caso) e do administrador (agente) de uma organização.

Assim, o problema de agência ocorre quando o agente, que deveria agir sempre de acordo com o interesse do principal (razão pela qual é contratado), age visando ao seu próprio interesse, isto é, tendo em vista maximizar sua utilidade pessoal.

A relação é baseada no cenário em que o empreendedor, ou agente, recebe capital de investidores com o intuito de investir em projetos sob sua tutela. Os financiadores necessitam do capital humano especializado do agente para gerar retorno atraente sobre o capital investido e o agente precisa dos fundos disponibilizados pelos financiadores, dado que ele não possui capital próprio suficiente.

O problema de agência, nesse contexto, se refere à dificuldade dos financiadores em assegurar que o agente está utilizando seu capital de acordo com a forma acordada entre as partes.

Na visão de Jensen e Meckling (1976, p. 4), um relacionamento de agência é "*um contrato em que uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente*". Se ambas as partes na relação são maximizadoras de



utilidade, há boas razões para acreditar que o agente não irá sempre agir de acordo com os interesses do principal. O principal pode limitar divergências de comportamento do agente em detrimento de seu interesse estabelecendo os incentivos adequados e incorrendo em custos de monitoramento destinados a limitar as atividades exageradas do agente.

Segundo ainda Jensen e Meckling (1976), custo de agência é a soma de:

1. Gastos de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
2. Gastos de *bonding* pelos agentes;
3. Perdas residuais.<sup>5</sup>

Gastos com monitoramento englobam não só a observação e a mensuração do comportamento do agente, mas também os esforços, por parte do principal, para “controlar” o comportamento do agente através de políticas de remuneração, regras operacionais, entre outros, de acordo com o entendimento dos referidos autores. Segundo Jensen e Meckling (1976), os gastos de *bonding* são custos incorridos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo. O agente pode comprometer-se com obrigações contratuais que limitam ou restringem sua atuação e os custos assumidos pelo agente nesta relação são chamados de gastos de *bonding* pelos autores. Mesmo após os gastos com monitoramento e *bonding*, haverá situações em que ocorrerão divergências entre as decisões do agente e as decisões maximizadoras do bem-estar do principal. Esta diferença é chamada de perda residual por Jensen e Meckling (1976).

No entanto, os próprios autores pontuam a generalidade do problema de agência e o custo de monitoramento. Segundo eles, “*o problema em induzir o agente a se comportar de forma a maximizar o bem-estar do principal é amplo. Existe em todas as organizações e em todos os esforços cooperativos e em todos os níveis hierárquicos.*” Jensen e Meckling (1976, p. 5).

O monitoramento pode ser exercido por diferentes mecanismos de governança, internos ou externos, podendo contribuir para o alinhamento dos interesses entre principal e agente.

---

<sup>5</sup>O presente estudo se limita a analisar os monitoramentos das atividades dos agentes pelo principal, não estando no escopo os demais itens dessa lista.

Desta forma, o entendimento sobre governança corporativa passa pela compreensão do motivo pelo qual é necessária a criação desses mecanismos. Para Silveira (2002, p. 14), internamente, os principais mecanismos de controle são: (1) conselho de administração; (2) sistema de remuneração dos executivos; e (3) estrutura de propriedade. No ambiente externo, os mecanismos de governança das empresas são: (1) mercado de aquisição hostil; (2) mercado de trabalho competitivo; e (3) padrões contábeis exigidos.

## 2.2 MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 2.2.1 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COMO MONITOR

Segundo Jensen (1993), o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos internos de alinhamento entre acionistas e gestores no sistema de governo das sociedades. Segundo Fama e Jensen (1983), o Conselho possui a autoridade para ratificar as iniciativas dos gestores, avaliar sua performance e determinar penalidades ou prêmios aos executivos de acordo com um critério que, supostamente, reflita os interesses dos acionistas. Essa função de fiscalizar os executivos e suas ações faz do conselho de administração o principal veículo de monitoramento da empresa.

Para Williamson (1984), os teóricos sobre custo de agência atribuem uma grande importância à atuação do Conselho de Administração em minimizar o custo de agência e melhorar a governança corporativa das instituições. No entanto, o seu tamanho e a sua independência são dois fatores comumente relacionados à sua qualidade e eficácia como veículo dos acionistas para realizar o monitoramento devido dos executivos e reduzir o custo de agência nas organizações.

#### 2.2.1.1 INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

São vários os códigos de governança das sociedades, ao redor do mundo, que recomendam a existência de um conselho de administração composto por uma maioria de diretores independentes. Um desses casos é o do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que recomenda uma representatividade alta de conselheiros independentes dentro da composição do conselho de administração.

Fama (1980) e Fama e Jensen (1983) argumentam que membros independentes do conselho de administração adicionam valor à firma, provendo maior conhecimento e serviço de monitoramento. Para os autores, os membros independentes são, supostamente, os guardiões dos interesses dos acionistas, desempenhando tal papel via a supervisão dos executivos.

Bhagat e Black (1999) estudaram o papel do Conselho de Administração no desempenho corporativo das empresas, examinando a relação entre a independência do conselho e a performance da empresa, representada por diversos indicadores, tais quais, retorno sobre ativos (ROA), *asset turnover ratio*<sup>6</sup>, margem operacional e vendas por empregado. Nesse estudo, eles estabelecem três classificações para os conselheiros: internos, afiliados externos e independentes.

Os conselheiros internos são funcionários da empresa, tendo vínculo empregatício, e os conselheiros afiliados externos são antigos executivos, parentes de executivos e pessoas que não são funcionários da companhia, mas possuem relações de negócio com a empresa. Já os conselheiros independentes são os conselheiros externos sem qualquer relação com a instituição. A conclusão dos autores é que não há evidências convincentes de que aumentar a independência do conselho de administração elevará a performance das companhias.

Entretanto, há estudos empíricos que mostram existir evidências de que um conselho de administração com maior independência é mais eficaz na função de monitorar e disciplinar os executivos de uma instituição. Estas conclusões são expostas nos estudos realizados por Hermalin e Weisback (1988), que analisaram a composição do conselho de administração de empresas norte-americanas em um período de doze anos, encontrando correlação positiva entre desempenho operacional ruim e aumento do número de conselheiros independentes nos anos subsequentes à performance fraca, e Yermack (1996), que relatou uma correlação negativa significativa entre a proporção de conselheiros independentes e o *Q de Tobin*<sup>7</sup>,

---

<sup>6</sup>Asset Turnover Ratio é o indicador financeiro que mede a eficiência com a qual a empresa utiliza seus ativos. É expresso pelo quociente entre receita total de vendas e total de ativos de uma empresa; logo, quanto maior o indicador, de forma mais eficiente a empresa utiliza seus ativos.

<sup>7</sup> O Q de Tobin é definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos. Logo, o indicador mede o incentivo da empresa a realizar novos investimentos. Tobin (1958) definiu o indicador como: 
$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas}}{\text{Valor de Reposição dos Ativos Físicos}}$$

através de uma regressão múltipla, contrariando a proposição prática de que o uso mais intensivo de conselheiros independentes contribuiria para melhor o desempenho da empresa.<sup>8</sup>

Na literatura disponível, apesar de não haver consenso nas conclusões acerca da independência do conselho de administração como contribuinte para reduzir o custo de agência, é uniforme, entre os estudiosos, a opinião de que conselheiros independentes são mecanismos mais eficazes na tarefa de monitorar os diretores.

### 2.2.1.2 TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Não apenas a independência parece exercer influência sobre o desempenho das empresas, mas o tamanho do Conselho de Administração também aparenta ser correlacionado com ele. Pesquisando a relação entre o tamanho do conselho e o desempenho de empresas brasileiras por meio de uma regressão quadrática, Silveira et al. (2003) apresenta evidências de que um tamanho intermediário (de quatro a oito conselheiros) parece ser a melhor solução em termos de valor de mercado das ações.

Por outro lado, Pearce e Zahra (1991) defendem que os Conselhos de Administração com poucos membros provaram-se ser mais eficazes do que conselhos com uma composição grande, em consonância com Singh e Davidson (2003), que apontaram que a correlação entre *asset turnover ratio* e o tamanho do Conselho de Administração era negativa e estatisticamente significativa.

Estudos complementares aos apresentados acima trouxeram maior visibilidade para a importância do tamanho do conselho. Dentre estes, podem ser destacados Yermack (1996), Eisenberg et al. (1998), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen e Meckling (1976), em que foram encontradas evidências de que há uma maior eficácia na tarefa de monitoramento por conselhos de administração com uma composição menor.

A literatura não caminha para uma direção comum, havendo estudos empíricos com resultados diversos, se diferenciando de uma visão mais uniforme sobre os impactos do tamanho do conselho de administração. Essa miscelânea de resultados fica evidente no

---

<sup>8</sup> O método empregado utiliza o Q de Tobin como medida de desempenho, pois, conforme Morck et al. (1988), pode-se supor que tal indicador reflete o valor agregado de fatores intangíveis, como a governança corporativa.

Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, em que se recomenda que um conselho de administração deve possuir, no mínimo, cinco membros – composição pequena - e, no máximo, onze membros – composição grande.

## 2.2.2 SEPARAÇÃO ENTRE CEO E CHAIRMAN

Discute-se também o impacto da segregação dos papéis de presidente do Conselho de Administração (Chairman) e CEO da empresa, havendo estudiosos defendendo a sua separação e outros justificando que a sua unificação leva a uma redução do custo de agência.

Brickley et al. (1997) realizaram estudos nas empresas norte-americanas sobre o tema, chegando à conclusão de que as evidências sugerem que o custo de separação das funções é maior do que os benefícios para as maiores empresas. Essa conclusão possui como respaldo os resultados obtidos na análise de empresas norte-americanas no ano de 1988, tendo os dados sugerido que um número significativo de empresas utiliza o cargo de Chairman como estratégia de sucessão para os CEOs. Nesse contexto, há duplicidade das funções por um determinado período que os autores chamam de “passagem de bastão”, em que os papéis de CEO e Chairman são desempenhados pela mesma pessoa até a sucessão do CEO.

Segundo os autores, essa estratégia cria novos incentivos para os executivos que, conseqüentemente, gera resultados operacionais melhores. A eliminação da possibilidade do desempenho de função dupla eliminaria tal estratégia e reduziria os incentivos aos executivos.

Por outro lado, segundo Fama e Jensen (1983), “*o conselho de administração não é um dispositivo eficaz para controle de decisões, a não ser que limite as decisões discricionárias dos executivos*” Fama e Jensen (1983, p.17). Para os autores, a estrutura de liderança da empresa deveria ser separada, havendo um menor custo de agência no cenário em que o papel não é desempenhado pela mesma pessoa. Tais potenciais benefícios da separação entre as funções foram dissertados por Jensen (1993) na seguinte passagem:

*“A função do chairman é comandar o conselho de administração e supervisionar o processo de contratação, demissão, avaliação de performance e remuneração do CEO. Claramente, o CEO não pode desempenhar essa função sem criar conflito de interesse. Sem a direção de líder independente, é*

*mais difícil que o conselho de administração desempenhe suas funções da melhor forma possível. Com isso, para o conselho ser eficiente, é importante que haja separação entre as posições de CEO e Chairman. ” Jensen (1993, p.866)*

Rechner e Dalton (1991) examinaram 141 empresas com estruturas de liderança estáveis em um intervalo de seis anos, sendo que 21,3% dessas empresas possuíam estruturas segregadas entre presidente do conselho de administração e CEO, e em 78,7% as duas funções eram desempenhadas pela mesma pessoa. Os autores analisaram o balanço patrimonial e o desempenho operacional dessas empresas, concluindo que as empresas nas quais não havia dualidade CEO-Chairman alcançavam *Return on Equity* (ROE), *Return on Investment* (ROI) e margens operacionais mais elevados.

É evidente que, atualmente, a combinação das funções não necessariamente cria conflitos no processo de decisão da empresa, dado que, na estrutura atual dos Conselhos de Administração, há a delegação de importantes decisões, tais como supervisionar o CEO e sua remuneração a comitês independentes, que mitigam, mas não eliminam o efeito de conflitos de interesse.

Klien (2002) chegou à conclusão de que há indícios de maior manipulação de lucro líquido em empresas nas quais o CEO participa do comitê de remuneração do Conselho de Administração. O autor também obteve evidências de que uma estrutura de Conselho mais independente da participação do CEO tende a ter melhores processos de contabilidade.

Abdullah et al. (2008) realizaram estudos nas empresas malaias em busca de indícios de melhores práticas de governança corporativa em empresas com independência de Conselho, executivos, investidores institucionais no quadro acionário da empresa e a dualidade CEO-Chairman. Os autores analisaram um total de 655 empresas, 73,8% do total de companhias abertas na Malásia em 2003, adotando como variável dependente a qualidade da auditoria<sup>9</sup>. Das variáveis analisadas, a dualidade CEO-Chairman, apesar de ter apresentado correlação negativa com o nível de qualidade de auditoria da empresa, não apresentou significância estatística.

---

<sup>9</sup> A variável dependente, a qualidade da auditoria, foi definida como sendo igual a um se a empresa era auditada por uma das quatro maiores empresas de auditoria, caso contrário, zero. Os autores supuseram que as quatro maiores empresas de auditoria possuem qualidade superior de serviços de auditoria.

### 2.2.3 REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

A Governança Corporativa gradativamente tem migrado para uma estrutura em que há maior transparência nas estruturas de remuneração dos executivos, ficando cada vez mais claro quanto e como cada executivo é remunerado, e quais parâmetros definem tais remunerações.

Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976) argumentam que a remuneração da administração via distribuição de ações ou opções de ações é a melhor forma de reduzir problemas de agência. Para Jensen e Meckling (1976), a estrutura de remuneração é uma forma de remediar o desalinhamento entre os interesses dos executivos e os dos acionistas em uma empresa em que o controle é disperso. Nesses casos, os acionistas possuem pequeno incentivo para monitorar os executivos, dado que vão se beneficiar de uma parcela pequena dos lucros da empresa; logo, é essencial montar uma estrutura na qual se minimiza o custo de monitoramento, transferindo-o para os executivos.

No entanto, como comentam Jensen e Murphy (2004), a estrutura de remuneração não é determinada pelos acionistas e sim pelo conselho de administração, que pode estar em conflito de interesse<sup>10</sup> e não gerar resultados satisfatórios para os acionistas, resultando em um maior custo de agência.

Holmstron e Tirole (1993) discutem como o valor de mercado das ações pode atuar como monitor da remuneração de executivos. Segundo eles, o mercado de ações pode influenciar os incentivos dos gestores de duas formas. Na primeira hipótese, observa-se que uma empresa que está com desempenho ruim pode virar alvo de aquisição por terceiros. Nesses casos, os executivos são incentivados a agir de forma a maximizar a sua utilidade pessoal em detrimento da empresa, haja vista a perspectiva de serem demitidos caso ocorra a aquisição. Na segunda, indica-se que atrelar a remuneração dos executivos à performance da ação no mercado é uma forma contínua de monitoramento pelos acionistas.

---

<sup>10</sup> De acordo com Berle e Means (1932), o CEO da empresa teria meios de controlar o conselho de administração de maneira que consiga obter para si níveis de remuneração acima do que seria justo.

Bolton et al. (2005) testaram a tese de Holmstron e Tirole (1993) introduzindo um “mercado especulativo” no qual os preços das ações não refletem apenas o valor fundamental da empresa, mas também de componentes especulativos de curto prazo associados à remuneração dos executivos. Os autores concluíram que a adição do componente especulativo nos preços das ações cria uma distorção na remuneração dos executivos, gerando incentivos à maximização de resultados de curto prazo às custas de projetos rentáveis de longo prazo.

Shiller (2000) e Malkiel (2003) dão sustento à tese de Bolton et al. (2005) de que o uso de opções de ações como instrumento de remuneração para a administração não é eficiente quando há distorções de preço de curto prazo e o preço da ação não reflete o seu valor fundamental.

#### 2.2.4 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E O PAPEL DO AGENTE COMO ACIONISTA

Em síntese, o problema de agência surge quando ocorre a separação entre propriedade e controle, conforme Berle e Means (1932). Logo, no cenário em que a mesma figura desempenha a função de gestor e acionista (agente e principal), o conflito de interesse não existirá, pois todas as decisões tomadas objetivam a maximização da utilidade pessoal, como dissertado em Jensen e Meckling (1976).

Segundo os autores, de um lado, há a firma em que o executivo detém 100 por cento da propriedade, sendo caracterizada assim, uma empresa livre de custo de agência, e na outra extremidade está a empresa em que os agentes são funcionários remunerados, sem exposição acionária.

Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), os gestores são maximizadores de utilidade; logo, irão se apropriar da situação em que conseguem maximizar o seu bem-estar pessoal. No cenário em que o executivo não possui participação acionária, a maximização da sua utilidade irá acarretar em custos adicionais à organização, seja via remuneração ou regalias. Esse efeito é possível, dado que o gestor não compartilha da distribuição de lucros, pois não possui posição acionária. De acordo com essa hipótese de convergência de interesses entre agente e principal, o valor da instituição aumenta conforme cresce o percentual de propriedade pelos executivos.



Estudos realizados por Demsetz (1983), Fama e Jensen (1983) e Schleifer e Vishny (1987) reconheceram que, quando os executivos são detentores de pequenas participações acionárias, o mercado de trabalho e os demais acionistas irão forçá-los a maximizar o valor da empresa. No entanto, quando o executivo possui uma porção substancial das ações a ponto de controlar o processo decisório, ele poderá utilizar tal benefício para se perpetuar no cargo com altos salários.

Essa mentalidade incentivou o estudo realizado por Ang et al. (2000) na tarefa de averiguar uma relação entre estrutura de propriedade e custo de agência. A abordagem empírica utiliza duas suposições sobre custo de agência: (1) uma firma gerida por um acionista com 100 por cento do capital incorre em custo de agência nulo, e (2) custo de agência é a diferença entre a eficiência de uma empresa com alinhamento perfeito de interesses e a de outra com desalinhamento de interesses.

Os resultados reforçaram a visão de que há evidências de que o custo de agência diminui conforme a participação acionária dos executivos aumenta. As principais descobertas foram que: (1) o custo de agência é maior quando executivos não-acionistas gerem a empresa; (2) o custo de agência possui correlação negativa com o percentual da sociedade detida pelos executivos; e (3) o custo de agência sobe conforme o número de executivos não-acionistas aumenta.

Morck et al. (1987) realizaram estudo similar ao de Ang et al. (2000), investigando a relação entre a participação detida por executivos e o valor das empresas, neste caso medido pelo *Q de Tobin*. Os autores acharam evidências de que, aumentando a participação acionária detida pelos membros do conselho de administração, o valor da empresa se eleva, chegando a conclusão similar à de Ang et al. (2000).

Vários estudos no Brasil já têm analisado questões relacionadas à influência da estrutura acionária. Leal et al. (2002) analisaram os efeitos da estrutura de controle e de propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de lucros de empresas no Brasil. Segundo os autores, “*a compreensão da estrutura de controle é de fundamental importância, uma vez que ela influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo e demonstra um potencial problema de agência na gestão da firma*” Leal et al. (2002, p. 8). Os autores chegam à conclusão de que os acionistas controladores brasileiros investem, em média, muito mais do que o mínimo necessário para manter o

controle nas suas companhias, o que evidencia um alto grau de concentração do capital votante no Brasil.

Com relação à estrutura de propriedade e controle e ao valor e desempenho das empresas não financeiras privadas brasileiras, Okimura (2003) buscou avaliar a existência de uma relação estatisticamente significativa entre tais fatores, tomando como variáveis independentes a concentração de votos, a concentração de capital, o excesso de votos e o tipo de acionista controlador, sendo, as variáveis dependentes representadas por indicadores de desempenho. A amostra do estudo foi composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na BM&FBovespa entre os anos de 1998 e 2002.

A conclusão de Okimura (2003) mostra uma concentração de votos alta nas empresas brasileiras, apresentando uma média de 76,1%. Por outro lado, a concentração média do capital é comparativamente baixa, de 53,7%. Os principais resultados indicam que a variável concentração de votos influencia de forma quadrática a variável de valor, medida pelo *Q de Tobin*. A variável concentração de capital do acionista controlador apresentou uma relação negativa não significativa com as variáveis de valor, contrariando a hipótese de uma relação positiva.

### 2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A governança corporativa brasileira avançou nos últimos anos com as medidas implantadas pelas instituições reguladoras e por participantes da indústria com o intuito de trazer mais transparência às empresas brasileiras.

O referido movimento passou pelas diversas reformas da Lei das S.A. (Lei 6.404/76) e pela criação das categorias de governança corporativa diferenciada por parte da Bovespa (atual BM&FBovespa), com a categoria *Novo Mercado* sendo a de maior rigor. Somada a tais iniciativas, a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e, por consequência, a criação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, ajudaram a fomentar a discussão sobre os impactos das medidas de monitoramento, debatidas acima, no valor de mercado.

No que tange a atuação do Conselho de Administração, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2015, p. 39) destaca que o Conselho de Administração é “o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente. Além de decidir os rumos estratégicos do negócio, compete ao conselho de administração, conforme o melhor interesse da organização, monitorar a diretoria, atuando como elo entre esta e os sócios”.

Segundo o IBGC, recomenda-se um número ímpar de conselheiros, entre cinco e onze. Esse número pode variar conforme o setor de atuação, o porte, a complexidade das atividades, o estágio do ciclo de vida da organização e a necessidade de criação de comitês.

Sobre a independência do Conselho de Administração, o Código recomenda que seja evitada a indicação de conselheiros internos para compor o conselho, devendo este ser composto apenas por conselheiros externos e independentes, sendo os últimos de maior relevância na composição. Além de tais medidas, o Código define que “se os cargos de presidente do conselho e de diretor-presidente forem exercidos pela mesma pessoa e, transitoriamente, não for possível a segregação das funções ou exista grau de parentesco, recomenda-se que um dos conselheiros independentes assuma a responsabilidade de liderar discussões que envolvam conflitos para os papéis de diretor-presidente e presidente do conselho.” (IBGC, 2015, p. 46).

Avaliando os mesmos critérios, a BM&FBOVESPA estabeleceu diferentes regras para os níveis de governança criados, sendo o *Nível 1* o de menor rigor e o *Novo Mercado* o de maior rigor. Seguem abaixo as principais características de tais níveis:

Tabela 1: Segmentos de Listagem da BM&FBovespa.

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos

	mandato unificado de até 2 anos	mandato unificado de até 2 anos	
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigação do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
OPA de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa

Fonte: BM&FBovespa.

É necessário frisar que a adesão, tanto ao Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa quanto aos segmentos de negociação de ações da BM&FBovespa, é voluntária.

#### 2.4 INDICADORES UTILIZADOS COMO PROXY PARA CUSTO DE AGÊNCIA EM ESTUDOS ANTERIORES

Como exposto nesta revisão de literatura, há diversos estudos analisando os impactos de diferentes aspectos de monitoramento interno nos indicadores de performance da empresa. Bhagat e Black (1999) utilizaram mais de um indicador para mensurar a performance da empresa na sua análise da influência da composição do conselho de administração na rentabilidade da empresa. Dentre os escolhidos estavam: *Q de Tobin*, ROA (*Return on Assets*)<sup>11</sup>, *asset turnover ratio*, margem operacional e vendas por empregado. *Q de Tobin* também foi utilizado por outros estudiosos como *proxy* para o valor da empresa. (Cho, 1998; Morck et al., 1988; McConnell e Servaes, 1990).

<sup>11</sup> Return on Assets ou Retorno sobre o Ativo é a razão entre o Lucro Operacional e o Total de Ativos de uma empresa. É interpretado como medida de rentabilidade de uma empresa.

Por outro lado, Singh e Davidson (2003), Ang et al. (2000) e Florackis e Ozkan (2009) utilizaram *asset turnover ratio* como principal métrica de custo de agência nos respectivos estudos. *Asset turnover ratio* é uma métrica utilizada para demonstrar o quão bem a companhia está utilizando os seus ativos. No contexto da teoria de agência, os autores argumentam que o indicador serve como uma *proxy* invertida para custo de agência, dado que, no ambiente empresarial em que há fracos controles internos pelos acionistas, o executivo é incentivado a maximizar a sua utilidade pessoal, logo, reduzindo o retorno da empresa.

Como forma de dar robustez à análise, Singh e Davidson (2003) propuseram, e Florackis e Ozkan (2009) acataram, utilizar a razão de despesas com vendas e administrativas (SG&A)<sup>12</sup> como percentual da receita como uma segunda *proxy* para custo de agência. Segundo os autores, essa variável engloba diversas despesas, entre elas a remuneração e os benefícios pagos aos executivos, sendo assim, uma *proxy* para consumo de privilégios<sup>13</sup> por parte dos gestores e para custo de agência.

Tal indicador, da mesma forma que o *asset turnover ratio*, possui como base de análise a má utilização de recursos da companhia, geralmente evidente em empresas com conflitos de interesse entre o principal e o agente, gerada por baixos controles de monitoramento. No referido indicador, o executivo possui o incentivo de alocar despesas de forma ineficiente, seja em projetos de baixo retorno, em busca de crescimento, maximizando a sua utilidade, ou por possuir uma estrutura de remuneração excessiva.

Em ambos os casos, revela-se uma estrutura de despesas superior à ideal, ficando evidente em uma razão excessiva de despesas como percentual da receita.

Chen et al. (2012) realizaram um estudo sobre a assimetria do SG&A<sup>14</sup> nos cenários de alta e baixa de demanda e associaram esses movimentos a custo de agência, dado que os executivos possuem a intenção de aumentar a empresa além do seu tamanho ótimo e criar ineficiências na estrutura.

---

<sup>12</sup> Em inglês, Selling, General & Administrative Expenses.

<sup>13</sup> Tradução livre para *perquisite consumption*, termo este utilizado por Jensen e Meckling (1976).

<sup>14</sup> Estudos indicaram que o SG&A cresce a uma velocidade superior, quando a demanda cresce, do que cai quando a demanda arrefece.

## CAPÍTULO III – METODOLOGIA

O presente capítulo apresenta a metodologia utilizada para coleta e análise dos dados, bem como na estimação do modelo econométrico utilizado para testar as hipóteses propostas

### 3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA

A amostra utilizada no presente estudo engloba o universo de companhias abertas na BM&FBOVESPA disponíveis na Economática no período de 2010 a 2014, com exceção das empresas dos setores “Fundos” e “Finanças”<sup>15</sup>, representadas no Quadro 1, abaixo.

Tabela 2: Setores não considerados na amostra

---

#### **Setores não considerados na amostra**

---

Serviços Financeiros e Seguros

Bancos

Seguradoras

Atividades relacionadas à intermediação de crédito

Energia Elétrica

Administração de empresas e empreendimentos

Bolsa de valores e commodities

Bancos e assemelhados

Corretora de Seguros

Outras atividades relacionadas a investimentos financeiros

---

Fonte: Economática.

O motivo da exclusão de tais setores é representado pelo fato de seguirem contabilidade distinta das demais empresas, o que dificultaria a interpretação dos resultados e, no caso do setor “Energia Elétrica”, por apresentar uma complexa estrutura acionária, o que dificulta estabelecer relações entre as variáveis. Também foram excluídas da base de dados as empresas que não são operacionais e/ou possuem estrutura de holding. Além desta seleção, foram eliminadas da base as empresas que não possuíam todas as informações disponíveis

---

<sup>15</sup> Categorização efetuada pela Economática, que segue a classificação da NAICS (North American Industry Classification System).

para análise em todos os anos da amostra. Portanto, os dados são analisados em painel balanceado. Também foram excluídas as empresas que passavam por processo de Recuperação Judicial.

A escolha pelo período de 2010 a 2014 se dá pelo maior volume de informações disponíveis sobre a remuneração dos executivos, com o advento da instrução normativa CVM 480/2009, segundo a qual as empresas foram obrigadas a divulgar tais informações. Outro fator incentivador para selecionar tal período foi a Instrução CVM 457/2007, que determinou que as companhias abertas brasileiras passassem a elaborar demonstrações financeiras consolidadas com base em IFRS, a partir do exercício de 2010.

Foram coletadas na base de dados da Economatica as informações financeiras das empresas incluídas na amostra, incluindo Total de Ativos e Receita Líquida e foram coletados da ferramenta Bloomberg os dados referentes a G&A e Endividamento das empresas. Além da coleta de tais dados, foram extraídas informações referentes à composição do conselho de administração, da diretoria executiva e sua remuneração, bem como a estrutura acionária das empresas das DFPs<sup>16</sup> e dos Formulários de Referência para concluir o processo de construção de base de dados.

### 3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES

Neste estudo, são utilizadas *proxies* para custo de agência. As variáveis dependentes utilizadas foram escolhidas com base na literatura descrita na seção 2.4. São elas:

Tabela 3: Variáveis Dependentes

<b>Descrição</b>	<b>Legenda</b>	<b>Definição Operacional</b>
Asset Turnover Ratio	ATR	Receita Líquida/ Total de Ativos
G&A como Percentual da Receita Líquida	GA	G&A/Receita Líquida

Este estudo utiliza o indicador G&A e não o indicador SG&A para poder capturar com maior precisão os gastos associados com remuneração e bonificação dos executivos.

<sup>16</sup> Demonstrações Financeiras Padronizadas, disponibilizadas pela CVM.

### 3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

São utilizadas quatro variáveis independentes de monitoramento interno, conforme descrito na revisão da literatura. Estas variáveis são apresentadas abaixo, na Tabela 4.

Tabela 4: Variáveis Independentes

Descrição	Legenda
Dualidade CEO-Chairman	DCC
Independência do Conselho de Administração	ICA
Percentual da Remuneração dos Executivos que é variável	PRE
Percentual das Ações sob propriedade dos Executivos	PAE

A relação esperada com as duas variáveis dependentes segue dinâmicas distintas. Uma empresa mais eficiente e com melhor desempenho apresentará um ATR mais alto que as demais; logo, trata-se de uma *proxy* invertida para custo de agência. No entanto, o indicador G&A segue direção oposta. Conforme maior o seu valor, menor é a eficiência da organização, sendo assim, uma *proxy* direta de custo de agência.

As quatro variáveis foram operacionalizadas da seguinte forma, sendo indicada na última coluna a relação esperada com as *proxies* de eficiência ou desempenho.

Tabela 5: Operacionalização das Variáveis Independentes

Critério	Operacionalização	Relação Esperada com ATR	Relação Esperada com GA
DCC <sup>17</sup>	<ol style="list-style-type: none"> <li>DCC = 1, se os cargos forem ocupados pela mesma pessoa ou por parentes próximos, isto é, há dualidade.</li> <li>DCC = 0, caso os cargos não sejam desempenhados pela mesma pessoa ou por parentes próximos, isto é, não há dualidade.</li> </ol>	Negativa	Positiva
ICA	$ICA = \frac{\text{Número de Conselheiros Independentes}}{\text{Número Total de Membros do Conselho}}$	Positiva	Negativa

<sup>17</sup> Assumo como parentes próximos os indivíduos da família do controlador.



<b>PRE</b>	$PRE = \frac{(BON + STOCKOPT)}{Total\ Remuneração}$	Positiva	Negativa
Onde:			
BON – Remuneração Efetuada via Bônus Variável Anual			
STOCKOPT – Remuneração Realizada via Stock Options			
<b>PAE</b>	$PAE = \frac{DIR}{TOT}$	Positiva	Negativa
Onde:			
DIR – Nº de Ações em posse dos Diretores Executivos Estatutários			
TOT – Número total de Ações			

### 3.4 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Seguindo a metodologia utilizada por Singh & Davidson (2003), é utilizada variável de controle para o tamanho da empresa, dado que empresas de maior porte podem gerar economias de escala, afetando assim a variável G&A como percentual da Receita Líquida. Os autores argumentam que o tamanho das empresas também serve para diferenciar setores e modelos de negócio.

Outra variável de controle utilizada é a alavancagem das empresas. Segundo Jensen (1986), uma alta alavancagem irá gerar um custo financeiro alto para a instituição e restringir o acesso dos executivos ao caixa da empresa, reduzindo assim o custo de agência. Ou seja, o endividamento alto tira a liberdade dos executivos de gerar perdas com má utilização do fluxo livre de caixa.

Tabela 6: Variáveis de Controle

<b>Critério</b>	<b>Operacionalização</b>
<b>TAM</b>	$TAM = \log (Receita\ Líquida)$
<b>END</b>	$END = \frac{Endividamento\ Total}{Ativo\ Total}$

### 3.5 ENDOGENEIDADE

Hermalin e Weisbach (1998), Weir et al. (2002) e Coles et al. (2005) reconhecem que modelos que possuem variáveis de governança corporativa sofrem de endogeneidade. Nessa linha, a independência do conselho de administração, a remuneração dos executivos e a dualidade CEO-Chairman são, provavelmente, determinadas de forma endógena. Um exemplo desta situação ocorre quando, no caso de remuneração variável, o nível de remuneração cresce com a melhoria do desempenho, mas, ao mesmo tempo, o incentivo gerado pela existência de remuneração variável melhora o desempenho da empresa.

Uma gratificação maior pode gerar um executivo mais motivado, apresentando um rendimento melhor que, por consequência, resulte em um aumento da rentabilidade da empresa, como uma bonificação mais robusta também pode ser resultado de um bom desempenho operacional em períodos anteriores, não ficando claro assim, quais são as causas e efeitos de um bônus maior aos executivos. Esta indefinição também pode ocorrer nas demais variáveis de governança corporativa.

Uma solução para o problema de endogeneidade é utilizar variáveis instrumentais. Hermalin e Weisbach (1991), Linck et al (2007) e McKnight et al (2009) utilizaram essa metodologia, usando valores defasados de um período das variáveis. Este foi o procedimento adotado no presente estudo.

Como forma complementar para reduzir o problema de endogeneidade, este estudo utiliza efeitos fixos específicos de cada empresa e dos anos da amostra. A utilização de tal medida reduz o efeito das variáveis não observadas, e de difícil mensuração, tais como habilidade e cultura empresarial, que tendem a apresentar correlação com a variável dependente. A adoção de tal especificação equivale à utilização de um estimador de melhor qualidade quando podem existir problemas de endogeneidade.

### 3.6 MODELO EMPÍRICO

A técnica utilizada nesse estudo para examinar a relação entre as *proxies* de custo de agência e os indicadores de monitoramento interno foi a de painel com efeitos fixos de tempo e empresa.

O problema mais frequente em dados em painel é a questão da heterogeneidade não observada. Neste caso, haveria fatores que determinam a variável dependente, mas não estão sendo considerados na equação dentro do conjunto de variáveis explicativas, por não serem diretamente observáveis ou mensuráveis. O modelo proposto ajuda a controlar a heterogeneidade não observada, quando esta é constante ao longo do tempo.

Sendo assim, o modelo tem as seguintes especificações, conforme as equações abaixo:

$$ATR_{it} = \alpha + \beta_1 DCC_{it-1} + \beta_2 ICA_{it-1} + \beta_3 PRE_{it-1} + \beta_4 PAE_{it-1} + TAM_{it} + END_{it} + \delta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$GA_{it} = \alpha + \beta_1 DCC_{it-1} + \beta_2 ICA_{it-1} + \beta_3 PRE_{it-1} + \beta_4 PAE_{it-1} + TAM_{it} + END_{it} + \delta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

$\alpha$	= Intercepto
$\delta_i$	= Efeito fixo específico de cada empresa.
$\gamma_t$	= Efeito fixo de período. No trabalho será representado por <i>dummies</i> dos anos.
$DCC_{it-1}$	= Variável defasada em um período, representando a dualidade CEO-Chairman.
$ICA_{it-1}$	= Variável defasada em um período, representando a independência do Conselho de Administração.
$PRE_{it-1}$	= Variável defasada em um período, representando a porcentagem da remuneração dos executivos que é variável.
$PAE_{it-1}$	= Variável defasada em um período, representando a porcentagem das ações sob propriedade dos executivos.
$TAM_{it}$	= Variável de controle para o tamanho da empresa.
$END_{it}$	= Variável de controle para o endividamento da empresa.
$\varepsilon_i$	= Erro.

O intuito do modelo é testar a hipótese levantada por Singh e Davidson (2003), Ang et al. (2000) e Florackis e Ozkan (2009) de que fatores associados ao monitoramento interno das empresas brasileiras influenciam o custo de agência. No modelo proposto, iremos testar tanto utilizando uma *proxy invertida* – utilizando ATR como variável dependente – quanto uma *proxy* direta – utilizando G&A como variável dependente. Sendo assim, as hipóteses propostas para o trabalho são:

Hipótese 1: Utilizando ATR como *proxy* de custo de agência.

H<sub>0</sub> (Hipótese Nula): *Não existe relacionamento significativo entre as variáveis selecionadas de monitoramento interno de governança corporativa e a variável utilizada como proxy para custo de agência nas empresas componentes da amostra.*

H<sub>1</sub> (Hipótese Alternativa): *Existe relacionamento significativo positivo entre as variáveis PRE, PAE e ICA e a variável ATR, e negativo entre a variável DCC e ATR, utilizada como proxy para custo de agência nas empresas componentes da amostra.*

Hipótese 2: Utilizando G&A como *proxy* de custo de agência.

H<sub>0</sub> (Hipótese Nula): *Não existe relacionamento significativo entre as variáveis selecionadas de monitoramento interno de governança corporativa e a variável utilizada como proxy para custo de agência nas empresas componentes da amostra.*

H<sub>1</sub> (Hipótese Alternativa): *Existe relacionamento significativo negativo entre as variáveis PRE, PAE e ICA e a variável G&A e positivo entre a variável DCC e G&A, utilizada como proxy para custo de agência nas empresas componentes da amostra.*

## CAPÍTULO IV – RESULTADOS

### 4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Com base nos critérios utilizados na seleção da amostra, o total de empresas resultantes na análise foi de 134, classificadas abaixo por subsetores econômicos conforme critério adotado pela BMF&Bovespa. Os setores de maior representatividade foram os de Comércio, Transportes e Construção e Engenharia.

Tabela 7: Tamanho da Amostra por Subsetor Econômico

Setores	Empresas
Comércio	11
Mineração	1
Saúde	5
Exploração de Imóveis	6
Tecidos, Vestuário e Calçados	8
Bebidas	1
Transporte	10
Máquinas e Equipamentos	6
Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	2
Comércio e Distribuição	5
Químicos	4
Alimentos Processados	9
Água e Saneamento	4
Gás	2
Madeira e Papel	5
Serviços Financeiros Diversos	1
Serviços	2
Construção e Engenharia	16
Material de Transporte	7
Diversos	6
Siderurgia e Metalurgia	6
Materiais Diversos	1
Equipamentos Elétricos	1
Utilidades Domésticas	2
Telefonia Fixa	2
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2
Computadores e Equipamentos	1
Mídia	2
Agropecuária	2
Telefonia Móvel	1
Viagens e Lazer	1
Programas e Serviços	1
Holdings Diversificadas	1
<b>Total geral</b>	<b>134</b>

Fonte: Elaboração própria.

O indicador *Asset Turnover Ratio* das empresas da amostra possui grande variação, uma vez que as empresas analisadas atuam em diferentes setores e com diferentes perfis de governança corporativa. A média para tal indicador é de 0,77x, variando entre a máxima de 3,72x e a mínima de 0,04x.

Tal variação não é observada na análise do indicador G&A como percentual da receita, pois a amostra apresenta uma média de 8% da Receita Líquida e um coeficiente de variação superior ao de ATR.

Tabela 8: Análise Descritiva dos Dados

	ATR	GA	ICA	PRE	PAE	TAM	END	LATO
Média	0,77	0,08	0,28	0,41	0,06	6,40	0,30	0,78
Mediana	0,66	0,07	0,27	0,46	0,00	6,33	0,31	0,68
Máximo	3,72	0,45	1,00	1,00	0,80	8,53	1,04	3,72
Mínimo	0,04	0,01	0,00	0,00	0,00	5,40	0,00	0,04
Des. Padrão	0,53	0,06	0,23	0,26	0,14	0,59	0,17	0,54
Coeficiente de Variação	0,69	0,71	0,82	0,63	2,25	0,09	0,55	0,69

Fonte: Elaboração própria.

Quando analisamos como as médias se comportaram ao longo dos anos, vemos uma volatilidade ao longo do tempo para ATR, o que não é observado para G&A. Ao longo do período estudado, vemos a presença de conselheiros independentes ganhando maior relevância, mostrando uma inclinação das empresas para aumentar a independência do conselho.

Essa leitura é corroborada com a redução da dualidade CEO-Chairman, pois o estudo indicou uma separação maior entre as funções entre os anos de 2010 e 2014. Outro ponto relevante foi a manutenção da proporção de remuneração variável para os executivos ao longo do período analisado, além da leve redução da participação acionária detida por estes.

Tabela 9: Análise das Médias Anuais

	Ano	ATR	GA	ICA	PRE	PAE	TAM	END
	2010	0.80	0.08	0.24	0.41	0.07	6.26	0.26
	2011	0.76	0.08	0.26	0.42	0.07	6.33	0.28
Média	2012	0.77	0.08	0.28	0.40	0.06	6.39	0.30
	2013	0.78	0.08	0.29	0.41	0.06	6.44	0.32
	2014	0.75	0.09	0.31	0.41	0.06	6.45	0.32

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 10: Análise das Médias por Subsetor.

<b>Subsetores</b>	<b>ATR</b>	<b>GA</b>	<b>DCC</b>	<b>PAE</b>	<b>PRE</b>	<b>ICA</b>	<b>TAM</b>	<b>END</b>
Agropecuária	0.31	0.08	0.00	0.00	0.36	0.33	5.99	0.25
Água e Saneamento	0.35	0.19	0.25	0.00	0.07	0.25	6.43	0.25
Alimentos Processados	0.81	0.05	0.50	0.08	0.40	0.35	6.87	0.36
Bebidas	0.55	0.05	0.00	0.00	0.78	0.09	7.52	0.06
Comércio	1.10	0.07	0.44	0.13	0.44	0.37	6.62	0.33
Comércio e Distribuição	1.81	0.06	0.40	0.07	0.49	0.21	6.70	0.16
Computadores e Equipamentos	1.31	0.04	0.00	0.14	0.16	0.36	6.36	0.28
Construção e Engenharia	0.46	0.09	0.50	0.06	0.49	0.46	6.19	0.33
Diversos	0.63	0.10	0.33	0.04	0.53	0.29	6.24	0.30
Equipamentos Elétricos	0.74	0.05	0.00	0.02	0.19	0.46	5.89	0.58
Exploração de Imóveis	0.12	0.13	0.42	0.07	0.62	0.28	5.78	0.35
Gás	1.12	0.11	0.00	0.00	0.26	0.00	6.60	0.34
Holdings Diversificadas	3.57	0.02	0.00	0.01	0.64	0.61	7.76	0.42
Madeira e Papel	0.39	0.06	0.40	0.15	0.46	0.16	6.35	0.33
Máquinas e Equipamentos	0.65	0.08	0.17	0.04	0.27	0.30	5.95	0.37
Materiais Diversos	0.43	0.09	0.00	0.01	0.61	0.25	6.41	0.35
Material de Transporte	0.82	0.04	0.43	0.02	0.42	0.23	6.51	0.38
Mídia	0.91	0.14	0.25	0.00	0.66	0.34	6.15	0.27
Mineração	0.35	0.03	0.00	0.00	0.64	0.00	7.98	0.22
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0.28	0.09	0.00	0.00	0.06	0.14	7.05	0.19
Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	1.32	0.10	0.00	0.00	0.30	0.16	6.41	0.32
Programas e Serviços	0.91	0.06	0.25	0.11	0.39	0.86	6.18	0.23
Químicos	1.18	0.04	0.50	0.02	0.22	0.15	6.47	0.22
Saúde	0.95	0.16	0.05	0.10	0.36	0.31	6.06	0.20
Serviços	1.03	0.09	0.38	0.01	0.31	0.59	5.80	0.27
Serviços Financeiros Diversos	0.57	0.12	0.00	0.00	0.67	0.22	6.77	0.21
Siderurgia e Metalurgia	0.70	0.04	0.33	0.01	0.46	0.06	6.69	0.27
Tecidos, Vestuário e Calçados	0.83	0.06	0.69	0.14	0.19	0.26	6.20	0.23
Telefonia Fixa	0.41	0.10	0.50	0.00	0.35	0.00	7.42	0.25
Telefonia Móvel	0.69	0.06	0.00	0.00	0.40	0.11	7.27	0.17
Transporte	0.58	0.11	0.00	0.05	0.52	0.27	6.31	0.47
Utilidades Domésticas	1.07	0.09	0.50	0.00	0.31	0.05	6.31	0.17
Viagens e Lazer	1.00	0.14	0.50	0.36	0.27	0.30	5.78	0.14
<b>Total geral</b>	<b>0.77</b>	<b>0.08</b>	<b>0.34</b>	<b>0.06</b>	<b>0.41</b>	<b>0.28</b>	<b>6.40</b>	<b>0.30</b>

Fonte: Elaboração própria

Analisando as variáveis por setor, também se observa grandes diferenças nos indicadores de monitoramento interno, conforme ilustrado acima, na Tabela 10. Dentre os subsetores, se destacam Gás, Telefonia Fixa e Mineração, por possuírem baixa independência no conselho de administração e baixa participação dos executivos no capital social da empresa.

O subsetor de Tecidos, Vestuário e Calçados foi o que mais apresentou dualidade CEO-Chairman e uma das maiores participações acionárias de executivos, talvez porque o setor se caracterize por possuir mais empresas familiares.

## 4.2 RESULTADOS EMPÍRICOS

Foi realizada uma análise de correlação entre as variáveis independentes defasadas e as variáveis de controle, conforme ilustrado na Tabela 11, como primeira pista para a existência de problemas de multicolinearidade.

Tabela 11: Análise das correlações entre as variáveis independentes defasadas

	<b>DCC</b>	<b>ICA</b>	<b>PRE</b>	<b>PAE</b>	<b>TAM</b>	<b>END</b>
<b>DCC</b>	1.00					
<b>ICA</b>	-0.11	1.00				
<b>PRE</b>	-0.19	0.07	1.00			
<b>PAE</b>	0.43	-0.03	-0.16	1.00		
<b>TAM</b>	-0.10	-0.07	0.23	-0.13	1.00	
<b>END</b>	-0.07	0.20	0.05	-0.04	0.13	1.00

Fonte: Elaboração própria.

Exceto para a relação entre DCC e PAE, não foi observada nenhuma correlação alta entre as variáveis, o que é um indício de que não há multicolinearidade no modelo. Como medida adicional, foi realizada a análise do fator de inflação de variância, não apresentando indicativo de haver problemas de multicolinearidade no modelo proposto.

De forma complementar, para tratar eventuais problemas de heteroscedasticidade, foi utilizado na análise o procedimento de ajustes ao erro padrão, denominado Erro Padrão Robusto.



Tabela 12: Resultado da Regressão da Equação (1)

Variável Dependente: Asset Turnover Ratio (ATR)

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	t-Statistic	p-Valor
Intercepto	-2.5430	0.8850	-2.87	0.005
DCC	-0.0104	0.0651	-0.16	0.873
ICA	0.0167	0.5178	0.32	0.747
PAE	0.0212	0.0718	0.30	0.768
PRE	-0.0811	0.0485	-1.67	0.097
END	-0.2333	0.1196	-1,95	0.053
TAM	0.5379	0.1413	3,81	0.000
R <sup>2</sup>	0.1659			
R <sup>2</sup> Ajustado	0.1564			
F	5,2500			
p-valor	0,0001			

Tabela 13: Resultado da Regressão da Equação (2)

Variável Dependente: G&amp;A como % da Receita Líquida (GA)

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	t-Statistic	p-Valor
Intercepto	0.6003	0.1252	4.79	0.000
DCC	-0.0044	0.0046	-0.96	0.338
ICA	-0.0046	0.0078	-0.60	0.551
PAE	0.0002	0.0058	0.03	0.980
PRE	0.0093	0.0053	1.77	0.080
END	0.0462	0.0229	2.02	0.045
TAM	-0.0837	0.0198	-4.22	0.000
R <sup>2</sup>	0.1611			
R <sup>2</sup> Ajustado	0.1516			
F	3.5100			
p-valor	0.0006			

Podemos observar que a variável PRE, que representa o percentual variável da remuneração dos executivos, apresentou coeficiente negativo e significativo a 10% quando analisamos pela *proxy* de custo de agência ATR, e coeficiente positivo quando analisado pela *proxy* GA, sendo também significativo a 10%. Esse resultado significa que a remuneração variável do executivo contribui para o aumento do custo de agência, dando indicativos de que planos de outorga de opções e/ou bonificações não são formas eficazes de alinhamento entre as partes. Esperava-se que a presença de remuneração variável contribuísse para a redução do

custo de agência, como defendido por Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976)<sup>18</sup>, dado que ela deveria ser um incentivo para que o executivo, ao maximizar sua riqueza, tomaria decisões que também maximizassem a riqueza do acionista. No entanto, o resultado apresentado corrobora os resultados apresentados por Nascimento et al. (2013) e Dalmacio et al. (2009).

Nascimento et al. (2013) buscaram verificar a existência de desempenho superior em empresas que outorgam opções de ações como forma de remuneração quando comparadas com outras companhias que não utilizam esse mecanismo de incentivo. Os autores utilizaram uma amostra composta por 265, 252 e 263 empresas nos anos de 2007, 2008 e 2009, respectivamente, comparando os resultados por meio de teste de diferença de médias entre ambas as classes. Observou-se que, de modo geral, não havia diferença estatisticamente significativa entre os indicadores de desempenho das empresas<sup>19</sup> que outorgavam e não outorgavam opções de ações, concluindo assim, que a utilização de tais incentivos parece não levar as empresas a apresentarem melhor desempenho que suas concorrentes que não fazem uso desse tipo de remuneração.

Dalmacio et al. (2009) buscaram analisar a diversidade nos indicadores de desempenho de empresas utilizados como parâmetros para remuneração variável dos executivos em diversos setores no Brasil entre o período de 1998 e 2005. A conclusão dos autores é a de que, para grande maioria dos setores analisados, os indicadores de performance não são bons parâmetros para a remuneração variável dos gestores, dado que a remuneração variável não foi explicada significativamente pela variabilidade dos indicadores de performance analisados.<sup>20</sup><sup>21</sup>

No presente trabalho não foram encontradas evidências estatísticas de que a dualidade entre CEO e Chairman, a independência do conselho de administração e a participação

---

<sup>18</sup> Os autores defendem que a remuneração variável do executivo é um importante instrumento de alinhamento entre o agente e o principal.

<sup>19</sup> Nascimento et al. (2013) utilizaram ROA, ROE, ROS (EBIT/Receita Líquida) e LPA (Lucro Líquido/Total de ações) como medidas de desempenho.

<sup>20</sup> Dalmacio et al. (2009) utilizaram como indicadores de desempenho as métricas ROE, ROA, EBITDA, EVA, entre outros.

<sup>21</sup>  $EVA = EBIT*(1-T) - WACC*(Total\ de\ Ativos - Passivo\ Circulante)$ , onde T = Alíquota de Imposto de Renda

acionária detida pelos executivos afetam o custo de agência, tanto utilizando a *proxy* G&A, quanto a *proxy* ATR.

Vale frisar a relação apresentada com as variáveis de controle, com ambas apresentando significância estatística. O endividamento apresentou relação positiva com o custo de agência, demonstrando que empresas mais alavancadas possuem maior custo de agência. Esse resultado demonstra que a alavancagem, via dívida, assumida pelas empresas brasileiras impacta diretamente a decisão dos executivos sobre a forma de gerir as empresas. Esse impacto pode ser visto de diversas formas, sendo a mais corriqueira delas a busca por um crescimento mais agressivo da instituição, onde o executivo financia esse crescimento com recursos de terceiros e, em muitos casos, assume projetos onde há crescimento, mas não há geração de valor para o minoritário, criando assim uma situação onde há aumento de custo de agência.

O tamanho da empresa, no entanto, apresentou relação negativa, evidenciando-se assim que empresas de maior porte possuem custos de agência menores que empresas de tamanhos inferiores. Essa relação fica evidente em diversas formas no mercado brasileiro, sendo uma delas o número reduzido de oportunidades que leve a um crescimento acentuado em empresas de porte grande, reduzindo assim o ímpeto do executivo por assumir novos riscos.

Cabe destacar que, dependendo do modelo econométrico utilizado, o problema de endogeneidade pode afetar significativamente o resultado obtido na estimação da relação real entre as variáveis, como discutido anteriormente. Portanto, o problema de endogeneidade constitui uma limitação do presente estudo. Apesar da maior parte da literatura pesquisada utilizar métodos similares aos deste trabalho para mitigar este problema, deve-se frisar que há outras formas de se tratar a questão, que podem trazer resultados diferentes ao apresentado neste estudo.

Um dos pré-requisitos da utilização de variáveis instrumentais é que o instrumento selecionado precisa ser exógeno, logo, sem correlação com o erro não observado da equação. No entanto, como tal relação nunca pode ser verificada, tal pré-requisito é uma hipótese adotada pelo presente estudo, supondo-se assim que as variáveis instrumentais não são pobres.

Uma forma alternativa de se tratar a questão de endogeneidade é utilizando equações simultâneas, modelo usado por Coles et al. (2008) e Hermalin e Weisbach (1991). Esse tipo de modelo é menos viesado quando as variáveis independentes são determinadas simultaneamente com as variáveis dependentes. No entanto, equações simultâneas são mais sensíveis a problemas de especificação, o que é um fato importante no contexto de governança corporativa. Além disto, os autores citados acima reportaram resultados similares utilizando variáveis instrumentais e equações simultâneas, não motivando assim o presente estudo a utilizar a forma alternativa. Contudo, para uma análise do problema no contexto brasileiro, fica como sugestão para estudos futuros.

## CAPÍTULO V – CONCLUSÃO

O principal objetivo deste estudo era examinar a relação entre mecanismos de monitoramento interno e o custo de agência para as empresas brasileiras. Especificamente, este trabalho se concentrou na análise da independência do conselho de administração, da dualidade entre CEO e Chairman, da participação acionária detida pelos diretores estatutários e do percentual da remuneração total da diretoria executiva que é variável, como métricas de monitoramento interno. Como *proxy* para custo de agência foi seguida a metodologia apresentada por Ang et al. (2000), Singh e Davidson (2003) e Florackis e Ozkan (2009), que utilizaram Asset Turnover Ratio e G&A como % da Receita Líquida como *proxies* para custo de agência.

A amostra utilizada contém 134 empresas de diversos setores, tamanhos e com características diversas. Estas empresas foram analisadas por um período de cinco anos, entre 2010 e 2014, período, este, que possui uma maior granularidade das informações acerca das variáveis analisadas, advinda da evolução da legislação brasileira, que tornou obrigatória a divulgação dos dados acerca da remuneração dos executivos ao público em geral.

Dentre as variáveis analisadas, a única a apresentar significância estatística foi a proporção de remuneração variável dos executivos, com uma relação negativa e estatisticamente significativa a 10% com o custo de agência; logo, quanto maior a remuneração variável dos executivos nas empresas brasileiras, maior é o seu custo de agência, sendo esta relação contrária à esperada originalmente. As demais variáveis não apresentaram significância estatística.

O resultado apresentado para a remuneração variável se diferencia do racional apresentado por Jensen e Meckling (1976), que defendem que este mecanismo de governança corporativa gera um alinhamento maior entre o agente e o principal, reduzindo assim o custo de agência.

No entanto, esse resultado corrobora a visão apresentada por Holmstrom e Tirole (1993), segundo os quais a remuneração baseada em opção de compra de ações não é um bom instrumento de monitoramento de performance dos executivos, logo, não é eficiente como alinhamento entre as partes.

De modo geral, o presente trabalho contribui para a literatura existente, uma vez que ele expõe variáveis importantes para entender os efeitos dos mecanismos de monitoramento interno, e possíveis problemas de conflito de interesse entre os agentes e o principal, o que pode gerar problemas futuros para empresas.

No entanto, o presente trabalho teve a limitação de trabalhar com apenas empresas que possuíam todos os dados públicos entre o período analisado, o que reduz a amostra analisada. Entre os anos de 2010 e 2014 novas empresas se tornaram públicas e o acesso às informações sobre as variáveis analisadas se tornou disponível, o que, com o passar dos anos, tornará a amostra mais diversa e as conclusões podem possuir maior validade estatística.

Portanto, para trabalhos futuros, sugere-se o aprofundamento do estudo sobre a influência dos mecanismos de monitoramento interno no custo de agência das empresas para empresas além da amostra atual. Além disto, seria necessária uma análise mais detalhada sobre o processo de implantação dos mecanismos de monitoramento interno nas empresas, avaliando os incentivos e as causas que os executivos possuem para a adoção de cada mecanismo, enriquecendo assim o combate à endogeneidade nos estudos futuros.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABDULLAH, W. Z. W., ISMAIL, S. e JAMALUDDIN, N. (2008), *The impact of board composition, ownership and ceo duality on audit quality: the malaysian evidence*, Malaysian Accounting Review, volume 7 no. 2, 2008.
- ANG, J. S., COLE, R. A. e LIN, J. W. (2000), *Agency Cost and Ownership Structure*, The Journal of Finance, Vol. LV, no. 1.
- BHAGAT, S. e BLACK, B. (1999), *The Uncertain Relationship between board composition and firm performance*. Business Lawyer 54, 921-963.
- BERLE, A. A. Jr. e MEANS, G. C. (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York.
- BOLTON, P., SCHEINKMAN, J. e XIONG, W. (2005), *Executive Compensation and Short-termist Behavior in Speculative Markets*, Princeton University.
- BRICKLEY, J. A., COLES, J. L. e JARRELL, G. (1997), *Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board*, Journal of Corporate Finance 3, 189-220.
- BRICKLEY, J., JAMES, C. (1987), *The takeover market, corporate board composition and ownership structure: The case of banking*, Journal of Law and Economics 30, 161-180.
- COLES, J., LEMMON, M., e MESCKE, J. (2005) *Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance*. Arizona State University working paper.
- COLES, J., DANIEL, N., & NAVEEN, L. (2008). *Boards: Does one size fit all?* Journal of Financial Economics, 87, 329-356
- CHEN, C. X, LU, H. A. I. e SOUGIANNIS, T. (2012), *The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs*, Contemporary Accounting Research 29, 252-282.
- CHO, M. H. (1998), *Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis*, Journal of Financial Economics No.47, 103-121.
- DALMACIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SLOMSKI, V. (2009) *Análise Setorial das Medidas de Performance Utilizadas nos Contratos de Remuneração dos Gestores*. Revista Universo Contábil, FURB, Blumenau, n.3, p. 06- 23,
- DEMSETZ, H. (1983), *The structure of ownership and the theory of the firm*, Journal of Law and Economics 26, 375-390.
- DENIS, D. K. e MCCONNELL, J. J. (2003). *International corporate governance*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38,1-36.
- EISENBERG, T., SUNDGREN, S. e WELLS, M. T. (1988), *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, Cornell Law Faculty Publications
- FAMA, E. F. e JENSEN, M.C. (1983), *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics 26, 301-325.
- FAMA, E. F. (1998), *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, Journal of Financial Economics 49, 283-306.

- FLORACKIS, C. e OZKAN, A. (2009), *The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data*, *European Financial Management*, Vol. 15, No. 3, 2009, 497–528.
- FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. (2006) Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: um Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas. 30º Encontro do ANPAD, 2006, Salvador. ENANPAD.
- HARRIS, M. e RAVIV, A. (1988). *Corporate control contests and capital structure*, *Journal of Financial Economics* 20, 55-86.
- HERMALIN, B. E. e WEISBACH, M. S. (1998). *The determinants of board composition*, *Rand*, *Journal of Economics* 19, 589–606.
- HERMALIN, B. E. e WEISBACH, M. S. (1991). *The effects of board composition and direct incentives on firm performance*. *Financial Management* No.21, 101–112.
- HOLMSTROM, B. e TIROLE, J. (1993), *Market Liquidity and Performance Monitoring*, *Journal of Political Economy* 101 (No. 4, Agosto), 678-709.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. (1976), *Theory of the firm: management behaviour, agency cost and ownership structure*, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- JENSEN, M. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, 831-880.
- JENSEN, M. e MURPHY, K. (1990), *Performance pay and topmanagement incentives*, *Journal of Political Economy* 98, 225-264.
- KLIEN, A. (2002), *Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management*, *Journal of Accounting and Economics* 33, 375-400.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. e VALADARES, S. M. (2002), *Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto*. RAC, v. 6, n. 1, Jan./Abr. 2002: 07-18.
- LINCK, J. S.; NETTER, J. M. e YANG, T. (2007), *The Determinants of Board Structure*, Terry College of Business, University of Georgia.
- LIPTON, M. e LORSCH, J. W. (1992), *A modest proposal for improved corporate governance*, *Business Lawyer* 48, 59-77.
- MALKIEL, B. G (2003), *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, CEPS Working Paper No. 91.
- MCCONNELL, J. J. e SERVAES, H. (1990), *Additional evidence on equity ownership and corporate value*, *Journal of Financial Economics* No. 27, 595-612.
- MCKNIGHT, P. J. e WEIR, C. (2009), *Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis*, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, No. 49, 139-158.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. (1987), *Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis*, *Journal of Financial Economics* No. 20, 293-315
- NASCIMENTO, E. M.; DIAS, W. O.; BARBOSA NETO, J. E.; CUNHA, J. V. A. (2011), *Teoria da Agência e Remuneração de Executivos: influência do uso de stock options no desempenho das empresas brasileiras*. Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, XI, 2011, São Paulo/SP.



- OKIMURA, R. T. (2003), *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil*, Universidade de São Paulo.
- PEARCE, J. A. e ZAHRA, S. A. (1991), *The Relative Power of CEOs and Boards of Directors: Association with Corporate Performance*, Strategic Management, Vol 12. 135-153.
- RECHNER, P. L. e DALTON, D. R. (1991). *CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis*. The Strategic Management Journal, Vol 2, 155-160.
- SHILLER, R. (2000). *Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence*. The Journal of Psychology and Financial Markets, Vol 1, 49-60.
- SHLEIFER, A. e VISHNY, R. (1986), *Large Shareholders and Corporate Control*, Journal of Political Economy 94 (No. 3, Junho), 461-488.
- SILVEIRA, A. M. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Universidade de São Paulo.
- SINGH, M. e DAVIDSON, W. N. (2003), *Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms*, Journal of Banking & Finance 27, 793-816.
- STARKS, L. T. e GILLAN, S. L. (2003), *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*.
- WEIR, C., LAING, D., e MCKNIGHT, P. (2002). *Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies*. Journal of Business Finance and Accounting, No. 29, 579-611.
- WILLIAMSON, O. E. (1984), *Corporate Governance*, Yale Law Journal 93, 1197-1230
- YERMACK, D. (1996), *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics 40, 185-211.