



GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTOS DE AGÊNCIA NAS EMPRESAS COM INFLUÊNCIA GOVERNAMENTAL

CORPORATE GOVERNANCE AND AGENCY COSTS IN COMPANIES UNDER GOVERNMENT INFLUENCE

Daniel de Freitas Gotaç^a; Roberto Marcos da Silva Montezano^a; Valdir de Jesus Lameira^b

^a Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC-RJ) - Rio de Janeiro, RJ, Brasil - Faculdade de Economia e Finanças

^a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) - Rio de Janeiro, RJ, Brasil

Resumo

Este artigo analisa empiricamente a relação entre influência governamental e custos de agência no Brasil. Como medidas de custos de agência, o artigo adota dois indicadores: a taxa de eficiência dos ativos e a razão entre despesas administrativas e receitas de vendas. Utilizando-se de uma amostra de 252 empresas abertas brasileiras nos anos de 2011 a 2014, aplicou-se o método das regressões lineares com mínimos quadrados ordinários em cortes transversais. Os resultados não mostram indícios congruentes para a existência de relacionamento entre as variáveis, trazendo evidências conflitantes conforme a medida de custo de agência adotada. Contudo, a presente investigação se mostra um assunto a ser pesquisado em um período de tempo maior e por meio de testes estatísticos adicionais.

Palavras-chave: Governança Corporativa, custos de agência, influência governamental.

Abstract

This paper analyzes the relation between government influence and agency costs measured in terms of asset utilization and the efficiency in selling, general, and administrative (SG&A) expenses. Using a sample of 252 Brazilian companies for the period 2011-2014, it was applied the method of linear regressions with OLS. The results did not show congruent evidences to the existence of relation between the variables in the period investigated. However, this research shows that this is a matter to be investigated in a longer period of time and through additional statistical tests.

Keywords: Corporate Governance, agency costs, government influence.

1. INTRODUÇÃO

Jensen *et* Mekling (1976) assumem que há uma relação contratual entre acionista e gestor, na qual há delegação de poderes dada pelo acionista (principal) ao gestor (agente). O objetivo é que o agente atenda ao interesse do principal. Entretanto, o interesse próprio do gestor pode acarretar decisões que não visam à maximização da riqueza dos acionistas. Os custos diretos e indiretos dessa transferência de gestão são conhecidos como custos de agência.

Existem mecanismos para que os gestores não coloquem seus interesses à frente dos interesses dos fornecedores de financiamento, aumentando a segurança do investidor. Estes mecanismos podem ser legais, estatutários e de gestão.

Como exemplos, há medidas contra aquisições hostis (*antitakeover, poisonpills*), criação de incentivos para o gestor e medidas de monitoramento, como auditorias independentes e a Lei Sarbanes-Oxley. Esta Lei, criada em 2002 nos Estados Unidos, teve como objetivo principal a restauração do equilíbrio dos mercados por meio de mecanismos que assegurassem a responsabilidade da alta administração de uma empresa sobre a confiabilidade da informação fornecida.

É importante mencionar que estas medidas geram custos e são imperfeitas no sentido de garantir que o gestor atuará sempre em favor dos interesses dos proprietários. No entanto, contribuem para redução dos custos de agência. Além disso, a estrutura de controle da maioria das empresas do Brasil não segue o modelo de empresa de propriedade dispersa, proposto por Berle *et* Means (1932). Assim, outro



ponto importante a ser entendido é de que maneira os acionistas minoritários têm seus direitos protegidos quando há a presença de um controlador poderoso na gestão da empresa. Em tal situação, há mudança no paradigma de governança corporativa: a boa governança não mais consiste em proteger o interesse dos acionistas, mas em evitar que os acionistas controladores expropiem os minoritários.

A governança corporativa deve buscar minimizar os custos de agência, moderando a separação dos interesses entre investidores e administradores ou entre acionistas controladores e minoritários. No Brasil, algumas das maiores empresas tem o Estado como controlador, que pode influenciar diretamente na gestão em defesa de seus interesses e em detrimento dos acionistas minoritários.

Portanto, a pergunta que se pretende responder é: Como estas questões são tratadas quando o Governo é o controlador ou influencia diretamente na atuação da empresa por meio de regulação? Como se comportam os custos de agência em empresas que sofrem a influência estatal?

O objetivo deste artigo foi analisar empiricamente os determinantes dos custos de agência das empresas brasileiras, procurando examinar diferenças entre empresas com influência governamental e empresas privadas de capital aberto, um assunto em aberto na literatura brasileira. Considera-se empresa com influência governamental aquela que: (1) possui controle direto do Estado, (2) é controlada por fundos de pensão de empresas estatais ou pelo BNDES, (3) atua em setores fortemente influenciados por agências reguladoras, ou seja, empresas que atuam em setores cuja abrangência, tarifação e regulamentação são fortemente controladas por agentes estatais. Utilizando como critério a classificação NAICs (*North American Industry Classification*), além das empresas controladas pelo Estado, foram consideradas empresas que sofrem influência estatal as pertencentes aos setores de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, eletricidade, gás, água, e Água, esgoto e outros sistemas.

Partiu-se da hipótese de que empresas que sofrem influência estatal incorrem em maiores custos de agência. O trabalho utiliza como *proxies* para estimativa dos custos de agência o índice de giro de ativos e a relação entre as despesas controladas pela administração e receitas de vendas. Desta forma, foram construídos modelos de regressão para os determinantes dos custos de agência de empresas brasileiras de capital aberto. A metodologia desenvolvida por Ang *et al.* (2000) para pequenas empresas não financeiras norte americanas, e por Singh *et Davidson* (2003), para grandes empresas não financeiras norteamericanas, suportou o presente estudo.

De acordo com a Constituição Brasileira, (1988), os objetivos do Estado são voltados para a construção de uma sociedade justa, para a garantia do desenvolvimento econômico nacional e a promoção do bem de todos. Estes objetivos diferem dos meramente empresariais e, a partir do momento em que o governo influencia na atuação empresarial, supõe-se que a relação de governança muda e isto afeta os custos de agência. Diante deste cenário, parte-se da hipótese que isto implica em custos de agência maiores para empresas privadas de capital aberto sem influência governamental. Este trabalho se propõe a analisar esta questão, pois é um aspecto que mereceu pouca atenção da literatura brasileira.

Os principais resultados obtidos através do modelo de regressão indicaram que os custos de agência relacionados ao índice de giro aumentam quando a empresa sofre influência estatal, quando participa dos segmentos diferenciados de governança da BM&FBOVESPA e quando possuem conselhos de administração mais numerosos e são reduzidos em empresas maduras e de maior porte. Não foram encontradas evidências quanto à concentração de controle e quanto à alavancagem financeira.

Analisando os custos de agência relacionados às despesas controladas pela administração, observou-se que são reduzidos quando a empresa sofre influência estatal, quando há maior concentração de controle, quando participa dos segmentos diferenciados de governança em empresas de maior porte e nas que são mais alavancadas. Não foram encontradas evidências quanto ao tamanho do conselho de administração e quanto à idade da empresa.

O artigo está estruturado da seguinte forma: a segunda seção apresenta uma breve revisão de amostra relevante da literatura a respeito de governança corporativa, do problema de agência, da estrutura de propriedade e controle, da influência governamental e dos modelos desenvolvidos sobre o tema. A terceira seção apresenta a metodologia utilizada para a realização da pesquisa, as hipóteses testadas e os modelos de regressão adotados. Na quarta seção são apresentados e analisados os resultados obtidos. A quinta seção apresenta as conclusões do estudo e por último são apresentadas as referências bibliográficas.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A separação entre a propriedade e o controle das sociedades anônimas, analisada por Berle *et Means* (1932), representou os fundamentos para o fenômeno organizacional que atualmente é conhecido por governança



corporativa. Tal distribuição de poder pode gerar o desalinhamento de interesses entre executivos e acionistas na busca dos objetivos principais da organização. Tendo em vista que o objetivo principal das empresas de capital aberto é a maximização do valor para os acionistas e manutenção de sua estrutura em contínuo desenvolvimento, a governança corporativa busca o equilíbrio entre esses interesses.

Zingales (1998) define governança corporativa como o conjunto complexo de restrições que moldam a negociação *ex post* sobre os *quasi-rents* gerados pela empresa. Shleifer *et Vishny* (1997) definem como as maneiras pelas quais os financiadores asseguram-se de obter um retorno sobre seu investimento.

Williamson (2005) propõe que a governança deve ser examinada em relação a dois níveis de análise institucional: as regras formais e informais do jogo – ou seja, o nível do ambiente institucional (o governo, as leis de propriedade e contrato, e sua aplicação) e o nível social (normas, costumes). Seu trabalho adota três conceitos fundamentais surgidos na década de 1930: visão de contratos, atores humanos e custos de transação. Admite a racionalidade limitada, o que implica em que todos os contratos sejam admitidos como complexos e inevitavelmente incompletos. Assim, a tomada de decisão é adaptativa e sequencial.

A premissa por trás de finanças corporativas modernas é de que gerentes não atuam sempre em busca dos melhores interesses dos acionistas, mas muitas vezes em interesse próprio. Com o objetivo de dirimir os riscos morais que envolvem esta questão, os incentivos dos gerentes podem ser parcialmente alinhados aos interesses dos investidores por meio de sistemas de compensação baseados em desempenho, tais como bônus, ações, opções de ações e incentivos monetários associados ao valor da empresa. Também são instrumentos de alinhamento de interesses a redução de *turnover* de executivos e a criação de estruturas de monitoramento como o Conselho Fiscal e as auditorias independentes.

Existem mecanismos de governança corporativa, que têm como principal objetivo a proteção dos interesses dos acionistas contra o comportamento do gestor e dos acionistas minoritários contra ações despóticas dos acionistas controladores. Estes mecanismos podem ser internos (o conselho de administração, sistemas de remuneração, concentração acionária e atuação de investidores institucionais) ou externos (a proteção legal aos investidores, aquisição hostil, competição, fiscalização de agentes de mercado e a estrutura de capital). Neste contexto, o Conselho de Administração possui um papel fundamental, pois deve garantir que a gerência busque maximizar o valor de mercado da empresa.

No Brasil, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação de ações que estimulasse, simultaneamente,

o interesse dos investidores e a valorização das empresas, em dezembro de 2000, a BM&FBOVESPA lançou os segmentos especiais de listagem das empresas – BOVESPA MAIS, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – que prezam por rígidas regras de governança corporativa e tem como objetivo melhorar a avaliação das empresas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da empresa e participantes do mercado, espera-se que ocorra uma redução do risco.

2.2 O PROBLEMA DE AGÊNCIA

Coase (1937) procurou analisar a origem do crescimento das empresas propondo que elas crescerão enquanto for mais barato racionalizar os custos de transação de um determinado produto internamente, do que adquiri-lo diretamente no mercado. Até a década de 30 no século XX, considerava-se que os custos de transação eram desprezíveis, ou seja, os custos de contratação e organização eram ignorados e a atenção ficava voltada exclusivamente para o sistema de preços, quantidades de fornecimento e demanda (ARROW, 1969). Este foi o paradigma dominante na economia durante boa parte do século XX.

Coase (1937) aborda com ceticismo o tratamento ortodoxo da firma de que o sistema econômico é coordenado apenas pelo mecanismo de preços e destaca a percepção de que existiam custos para realização de transações no mercado e que era necessário incorporá-los à análise.

Jensen *et* Meckling (1976) integram elementos da teoria da agência, teoria dos direitos de propriedade e da teoria de finanças para desenvolver uma teoria da estrutura de propriedade da empresa. Para os autores, o nível de custos de agência depende, entre outras coisas, das regras estabelecidas e da engenhosidade humana na elaboração de contratos. Tanto as regras como a sofisticação dos contratos relevantes para a empresa são produtos de um processo histórico em que havia fortes incentivos para os indivíduos minimizarem os custos de agência. Em resumo, os custos de agência são todos aqueles frequentemente designados como custos de contratação, custos de transação, custos de risco moral e custos de informação.

Jensen *et* Meckling (1976) definem relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) se envolvem com outra (o agente) para realizar algum serviço em seu nome, envolvendo delegação de autoridade. Se ambas as partes do relacionamento são maximizadores de utilidade, há razões para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal e sempre haverá alguma divergência entre as decisões tomadas e as decisões que maximizariam a utilidade do



principal, ocasionando uma perda residual. Neste trabalho seminal, os autores afirmam ainda que custos de agência surgem em qualquer situação que envolva esforço por duas ou mais pessoas, mesmo que não haja clara relação principal-agente.

O principal pode limitar as divergências de seu interesse através da criação de incentivos para o agente e incorrendo em custos de monitoramento destinados a limitar as atividades em desacordo do agente. Em algumas situações, o principal remunera o agente para garantir que ele não vá tomar medidas que prejudiquem seus interesses. No entanto, é geralmente impossível garantir que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal.

Segundo Brealey *et Myers* (1991), custos de agência podem ser reduzidos de duas maneiras: através do monitoramento dos gestores ou dando-lhes os incentivos adequados para maximizar o valor. No entanto, como o monitoramento é necessariamente imperfeito, planos de compensação devem ser projetados para dar aos gestores os incentivos corretos. A compensação pode ser com base na entrada (por exemplo, o esforço do gestor ou de vontade demonstrada em assumir riscos) ou saída (retorno real ou valor acrescentado, como resultado de decisões do gestor). O problema desta prática é que a produção não depende apenas de decisões do gestor, mas também de muitos outros eventos fora do seu controle.

2.3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE

Estudos mais recentes (mais notadamente de LA PORTA *et al.*, 1997) têm demonstrado que o paradigma de Berle *et Means* (1932) é uma exceção restrita aos Estados Unidos e à Grã-Bretanha. Na maioria dos países, o modelo predominante é o de um acionista majoritário que detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Em tal situação, há mudança no paradigma de governança corporativa: a boa governança não mais consiste em proteger o interesse dos acionistas, mas em evitar que os acionistas controladores expropriem os minoritários. Segundo Shleifer *et Vishny* (1997), a existência de acionistas controladores pode ter efeito deletério para uma empresa devido à possibilidade dos interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas.

2.4 A INFLUÊNCIA GOVERNAMENTAL

Mesmo com o amplo processo de privatização realizado ao longo das décadas de 1980 e 1990, em vários países membros da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) as empresas estatais ainda representam uma parte substancial do PIB, emprego e do valor de mercado das empresas. Empresas estatais são frequentemente predominantes em concessionárias e

indústrias de infraestrutura, como energia, transportes e telecomunicações, cujo desempenho é de grande importância para amplos segmentos da população e para o setor empresarial. Além disso, em função da relevância desses setores para a economia de um país, onde o governo não é proprietário, busca exercer sua influência através de forte regulação. Consequentemente, a governança das estatais é fundamental para assegurar uma contribuição positiva para a eficiência econômica e competitividade geral do país (OECD, 2004a).

A propriedade estatal pode ser justificada pela ausência de mecanismos institucionais que garantam à iniciativa privada que as políticas redistributivas não retirariam as *quasi-rents* de seus investimentos. Ou seja, o motivo para a propriedade estatal é assegurar investimentos em ativos socialmente valiosos que não podem ser realizados por investidores privados devido aos riscos de expropriação (ESFAHANI *et ARDAKANI*, 2002).

Se a governança corporativa trata da forma pela qual os fornecedores de recursos às corporações se asseguram que irão obter retorno de seus investimentos (SHLEIFER *et VISHNY*, 1997), no que se refere à iniciativa privada, a principal preocupação de governos e legisladores deve ser promover ambientes econômico e institucional adequados a esses investimentos (FONTES FILHO *et PICOLIN*, 2008). Entretanto, o que se procurou analisar nesta pesquisa é o que ocorre com os custos de agência quando o Estado exerce sua influência, seja através de participação no capital votante da empresa ou através de forte regulação.

2.5 MODELOS EMPÍRICOS DE CUSTOS DE AGÊNCIA

Em trabalho pioneiro, Ang *et al.* (2000) utilizaram como caso base o modelo de empresa com custo de agência igual a zero de Jensen *et Meckling* (1976), no qual o gestor é o único acionista da empresa. Quando o gestor possui menos de 100% do capital da empresa, os acionistas necessariamente incorrem em custos de agência buscando assegurar que o gestor (agente) atue em defesa de seus interesses. Como o caso de empresas cujo gestor possui 100% do capital se restringe a pequenas empresas, os autores utilizaram para a realização da pesquisa uma amostra de 1.708 pequenas empresas americanas não financeiras. Sua abordagem empírica utiliza dois pressupostos fundamentais sobre os custos de agência: (1) A empresa gerida por um proprietário com 100% do capital não incorre em custos de agência e, (2) os custos de agência podem ser medidos como a diferença entre a eficiência de uma empresa imperfeitamente alinhada e a eficiência de uma empresa perfeitamente alinhada. Ang *et al.* (2000) estimaram os custos de agência de duas formas:

- A primeira, calculando-se diretamente os custos de agência – a diferença entre as despesas de uma empresa com uma certa estrutura de propriedade



e de gestão e o caso base de empresa com custo de agência igual a zero. Para isso, foi calculada a relação entre as despesas operacionais e as receitas anuais. Esta medida representa os gastos excessivos, incluindo a concessão de regalias. É a mensuração dos custos de agência através da medição da taxa de eficiência na gestão das despesas operacionais. Um alto índice evidencia elevados custos de agência e menor valor para a empresa.

- A segunda medida de custos de agência é uma *proxy* para a perda de receitas atribuíveis à utilização ineficiente de recursos, que pode ser resultante de decisões de investimento equivocadas (investimento em ativos com VPL negativo) ou a partir de má gestão (gestores exercendo muito pouco esforço para geração de receitas). Esta medida é calculada através da relação entre as vendas anuais e os ativos totais. É o índice de eficiência de utilização dos ativos. Uma baixa taxa de utilização dos ativos indica elevados custos de agência e menor valor para a empresa. A empresa que possui alto giro de ativos demonstra alta geração de vendas e fluxos de caixa e maior valor da empresa.

Seus resultados forneceram a confirmação direta das previsões feitas por Jensen *et Meckling* (1976) de que os custos de agência são maiores em empresas que não são 100% de propriedade de seus gestores. Estes custos aumentam à medida que a participação acionária do proprietário-gerente declina.

Singh *et Davidson* (2003) estenderam o trabalho de Ang *et al.* (2000) para empresas americanas grandes e não financeiras para a mensuração e determinação dos custos de agência. A primeira medida foi representada pela divisão das receitas anuais pelos ativos totais da empresa, denominada de taxa de giro dos ativos. Esta variável mede a capacidade do gestor em empregar os ativos de forma eficiente. Uma alta taxa de giro dos ativos indica um valor alto de receitas de vendas, assim como um fluxo de caixa operacional para um dado nível de ativos. Desta forma, se espera que os custos de agência sejam inversamente relacionados com a taxa de giro dos ativos.

A segunda forma de medir os custos de agência usada por Singh *et Davidson* (2003) é representada pela divisão das despesas de vendas, gerais e administrativas – VG&A (Vendas, Gerais e Administrativas) – pelas receitas de vendas anuais, uma medida de despesas discricionárias da gestão. Singh *et Davidson* (2003) ajustaram o conceito utilizado por Ang *et al.* (2000). Ao invés da utilização de todas as despesas operacionais, somente consideraram as despesas VG&A, de forma a focar nas despesas controladas pela gestão – gastos com salários, gratificações, escritórios, automóveis, etc. Se espera que os custos de agência oriundos de conflitos de

agência, entre os acionistas e o gestor, sejam positivamente relacionados com a taxa de indicação de despesas discricionárias.

Seus principais resultados empíricos indicaram que, quanto maior a participação acionária do gestor, menor o custo de agência – com utilização mais eficiente de ativos e com menores despesas diretamente controladas pela gestão.

Ibrahim *et Samad* (2011) analisaram os mecanismos de governança e seus impactos nos custos de agência em empresas familiares e não familiares na Malásia e documentaram que empresas familiares possuem menores custos de agência em relação a empresas não familiares, mas possuem menor valor de mercado. Além disso, empresas familiares podem atenuar os problemas de agência, aumentando o número de gestores membros da família na empresa e, conseqüentemente, aumentando o papel de dualidade (gestão e controle). Para empresas não familiares, concluíram que aumentar o número de conselheiros independentes e reduzir o papel de dualidade mitigam os custos de agência. Fleming *et al.* (2005) examinaram os custos de agência em pequenas e médias empresas australianas e também documentaram que os custos de agência são menores em empresas geridas pelos proprietários.

Monteiro (2011) analisa as relações entre custos de agência, estrutura de controle e outras variáveis importantes no processo de governança corporativa das grandes empresas brasileiras de capital aberto. Analisando a relação entre as despesas VG&A pelas Vendas Anuais, documentou que: i) os custos de agência diminuem quando aumenta a concentração de controle nas empresas, ii) os custos de agência diminuem quando aumenta o tamanho do conselho de administração e iii) os custos de agência aumentam com a participação de investidores institucionais no controle da empresa. Quanto à relação dos custos de agência com o giro de ativos, a autora concluiu que: i) os custos de agência diminuem com a participação dos investidores pessoa física no controle e ii) os custos de agência aumentam conforme aumenta a alavancagem financeira. Neste trabalho, não foi encontrada relação estatística significativa entre os custos de agência e os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA. Também não foi identificada relação estatística significativa entre os custos de agência e o tamanho da empresa no caso brasileiro.

3. METODOLOGIA

O estudo acompanha a metodologia desenvolvida por Ang *et al.* (2000) e Singh *et Davidson* (2003). Serão utilizadas, como medidas dos custos de agência, a taxa de eficiência no giro dos ativos da empresa e o índice de eficiência das



despesas controladas pela gestão. Desta forma, os custos de agência foram estimados utilizando como *proxies* a indicação de despesas discricionárias pela gestão (VG&A/Vendas Anuais) e o giro de ativos (Vendas Anuais/Ativo Total), para os anos de 2011 a 2014. Serão utilizados os anos de 2011 a 2014 para que a amostra utilize como parâmetro as *International Financial Reporting Standards* (IFRS), que entraram em vigor no Brasil a partir do ano de 2010. Com isso, o parâmetro Vendas Anuais se refere às receitas líquidas, diferentemente de Monteiro (2011), que utilizou as receitas brutas como parâmetro. Esta diferença se deve ao fato de que a base de dados da ECONOMÁTICA não mais disponibiliza as informações de receita bruta desde a entrada em vigor das IFRS.

3.1 COLETA DE DADOS

Utilizando dados da BM&FBOVESPA, da ECONOMÁTICA e da CVM, foram encontradas 393 empresas ativas e com capital aberto até 31 de dezembro de 2014. Foram excluídas da amostra as instituições financeiras, restando 316 empresas. Destas, foi possível obter todas as informações necessárias para 261 empresas para os anos 2011 a 2014. Excluindo-se *outliers*, a amostra final ficou com 252 empresas. Com exceção do setor de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica e do setor de construção de edifícios residenciais, todos os demais setores não possuem participação superior a 5% na amostra.

Foram consideradas duas categorias de empresas com influência estatal. Na primeira categoria, incluíram-se aquelas cujo controle pertence diretamente ao Estado, a fundos de pensão de empresas estatais ou ao BNDES, totalizando 25 empresas estatais que atendem aos critérios.

Na segunda categoria, consideraram-se empresas com influência estatal as que atuam em setores influenciados por agências reguladoras, ou seja, empresas que atuam em setores cuja abrangência, tarifação e regulamentação são fortemente influenciadas por agentes estatais (NAICs: Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, Eletricidade, gás e água e Água, esgoto e outros sistemas). Essa categoria ficou representada por 44 empresas, sendo que 16 empresas pertencem simultaneamente às duas categorias.

3.2 CUSTOS DE AGÊNCIA

Singh *et Davidson* (2003) argumentam que o giro de ativos mede a capacidade da gestão em empregar recursos de forma eficiente. Uma alta taxa de rotatividade de ativos mostra uma grande quantidade de vendas e um alto fluxo de caixa gerado para um determinado nível de ativos. A baixa relação indica que a gestão está utilizando de forma

ineficiente os ativos e provavelmente reduzindo o valor da empresa. Enquanto um maior giro de ativos pode ser identificado como uma prática eficiente na gestão de ativos e, portanto, criando valor para os acionistas, uma baixa relação vendas/ativos reflete a implantação de ativos para fins não produtivos. Portanto, as empresas com considerável conflito de agência terão índices de rotatividade de ativos mais baixos em comparação às que têm menores conflitos de agência.

A segunda *proxy* para os custos de agência utilizada por Singh *et Davidson* (2003) é um pouco diferente daquela utilizada por Ang *et al.* (2000). Ao invés de utilizarem a relação entre despesas operacionais de vendas, utilizaram a relação entre as despesas de vendas, gerais e administrativas (VG&A) e as receitas de vendas anuais. As despesas VG&A incluem salários, que são um elemento importante do total de benefícios direcionados para os gestores da empresa. Na medida em que despesas gerais e administrativas incluem aluguéis, serviços públicos, pagamentos de locação e suprimentos, refletem diretamente as despesas em edifícios de escritório, mobiliário, automóveis e outras instalações semelhantes. Além disso, a administração pode também usar a publicidade e as despesas com vendas para camuflar os gastos com gratificações. Portanto, maior conflito de agência equivale à menor eficiência, refletido em maior despesa discricionária de gestão (VG&A/Receita de vendas anuais).

3.3 ESTRUTURA DE CONTROLE E INFLUÊNCIA ESTATAL

Singh *et Davidson* (2003), ao analisarem a estrutura de propriedade e controle das grandes empresas americanas, definiram dois grupos importantes:

- o grupo formado pelos gestores e membros do conselho de administração que participam no capital da empresa, ou seja, propriedade interna. Empresas com uma ampla participação interna deveriam ter menor conflito de agência, conseqüentemente, menores custos de agência. Os menores custos de agência se refletiriam em um maior giro dos ativos e em menores despesas VG&A em relação às vendas.
- o grupo de acionistas que não participam da gestão e nem do conselho de administração e que possuam 5% ou mais do capital da empresa, ou seja, propriedade externa. Uma maior participação de propriedade externa indicaria maiores incentivos e capacidade dos blocos de acionistas para monitorar a gestão. Assim, espera-se uma relação positiva entre a proporção de propriedade externa e eficiência de utilização de ativos. Da mesma forma, a maior proporção de propriedade externa atua como um desestímulo à gestão para realização de despesas desnecessárias



e, portanto, deve afetar negativamente as despesas VG&A.

Para o grupo de propriedade interna, foi documentado que a gestão do proprietário está positivamente relacionada com a utilização eficiente de ativos. Mas, diferentemente do esperado, não serve como impeditivo para gastos discricionários excessivos. Para o grupo denominado de propriedade externa, encontraram efeito limitado nos custos de agência. Destaca-se que os dados disponíveis através da ECONOMÁTICA, BM&FBOVESPA e da CVM para as empresas brasileiras quanto à estrutura de propriedade e controle não nos permitem separar a propriedade nos dois grupos formulados por Singh *et al.* (2003).

Firth *et al.* (2008) analisaram a estrutura de propriedade na China e propuseram quatro principais variáveis de controle de grupos que afetam os custos de agência:

- Institucional – Em geral, a literatura sugere que os acionistas institucionais estão associados a menores custos de agência. Entretanto, os autores não encontraram nenhuma evidência de que essa forma de controle é mais eficaz na redução de custos de agência;
- Governo – Os autores documentaram que a participação do governo como acionista não tem qualquer efeito sobre o nível dos custos de agência, ou seja, não há diferença entre empresas controladas pelo governo ou não;
- Estrangeiro – Seus resultados indicaram que empresas com acionistas estrangeiros incorrem em maiores custos de agência;
- Concentração de propriedade – Foi incluída uma variável para representar a propriedade altamente concentrada na China. Esta variável utiliza a participação proporcional dos três principais proprietários e foi encontrada limitada e fraca evidência de que a concentração de propriedade está associada a baixos custos de agência.

Para o presente trabalho, além de considerar o controle estatal, foi analisada a influência governamental exercida através de regulação. De acordo com o Portal Brasil (2013), as agências reguladoras foram criadas para fiscalizar a prestação de serviços públicos praticados pela iniciativa privada, além de controlar a qualidade na prestação do serviço e estabelecerem regras para o setor. Portanto, em setores sujeitos à forte regulação, a influência do governo na atuação da empresa é determinante para a eficiência e o valor da empresa.

Desta forma, para influência estatal, foi definida uma variável *dummy* que atribui valor 1 quando a participação do governo no capital ordinário da empresa é maior do que

50% ou quando a empresa atua em setores cuja influência governamental ocorre através de regulação. Espera-se que a influência estatal implique em maiores custos de agência.

3.4 CONCENTRAÇÃO DE CONTROLE

Ang *et al.* (2000) e Singh *et al.* Davidson (2003) mostram que a concentração de propriedade proporciona maior eficácia no controle de custos de agência. Desta forma, também seguindo Firth *et al.* (2008), foi incluída uma variável para representar a concentração de propriedade. Esta variável utiliza a participação proporcional dos três maiores acionistas com direito a voto. Como medida de concentração, será utilizado o Índice de Herfindahl-Hirschman $\sum_{i=1}^3 S_i$ (IHH), que é calculado como a soma dos quadrados das participações dos acionistas controladores que compõem o capital votante da empresa em questão, e varia entre 0 e 10.000. O valor zero traduziria uma empresa que não possui qualquer acionista controlador. O valor 10.000 traduz uma situação em que a empresa é controlada por um único acionista que detém 100% participação no capital votante. A hipótese esperada é que maior concentração de controle implica em menores custos de agência.

3.5 SEGMENTO DE LISTAGEM NA BM&FBOVESPA

Embora Monteiro (2011) não tenha encontrado relação estatística significativa entre os custos de agência e os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, foram novamente realizados os testes com dados de 2011 a 2014, levando em consideração que a adesão aos segmentos de listagem BM&FBOVESPA e a suas respectivas práticas de governança ainda estão em fase de consolidação.

Assim, foi atribuída uma variável *dummy* para designar a participação da empresa no Mercado Tradicional ou em Segmentos Especiais (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Assume valor zero quando a empresa participa do Mercado Tradicional e valor 1 quando participa dos Segmentos Especiais. Espera-se que a participação nos Segmentos Especiais de listagem reduza os custos de agência.

3.6 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Segundo Singh *et al.* Davidson (2003), será utilizado o tamanho do conselho de administração como medida de mecanismo de governança, tendo como parâmetro o número de conselheiros. Embora empresas inseridas no Novo Mercado e Nível 2 dos Segmentos Especiais da BM&FBOVESPA sejam obrigadas a ter em seu conselho pelo menos 20% de membros independentes, não será utilizada a variável composição do conselho de administração, pois não foi possível obter o número de membros externos à empresa.



O tamanho da empresa será medido pelo logaritmo natural da receita anual de vendas e para a alavancagem financeira terá como proxy a relação entre a dívida total e o ativo total da empresa. Singh *et Davidson* (2003) argumentam que o tamanho da empresa pode proporcionar ganhos de escala nas despesas VG&A. Além disso, o tamanho pode capturar diversificação de negócios e refletir uma melhor utilização dos ativos devido a economias de escala e sinergias entre os negócios. Um aumento do nível de alavancagem financeira pode ser utilizado como uma restrição de acesso ao caixa por parte da gestão, resultando em menores custos de agência. Por fim, foi utilizada a variável idade da empresa com base no argumento de que as empresas maduras são mais eficientes no controle de custos de agência (ANG *et al.*, 2000).

3.7 MODELOS EMPÍRICOS E HIPÓTESES

Segundo Creswell (2010), as hipóteses quantitativas, são previsões que o pesquisador faz sobre as relações esperadas entre variáveis. Contra a hipótese nula de que

os custos de agência são independentes da natureza do controlador, supondo que empresas que sofrem influência governamental incorrem em maiores custos de agência, postulamos as seguintes hipóteses:

H1 - Os custos de agência variam diretamente com a influência governamental;

H2 - A concentração de controle reduz os custos de agência;

H3 - A inserção nos segmentos especiais de governança da BM&FBOVESPA reduz os custos de agência.

Para testar estas hipóteses, foram realizadas análises de regressão linear múltipla em *cross-sections* para investigar os determinantes dos custos de agência nos anos de 2011 a 2014. As variáveis utilizadas estão apresentadas na Tabela 1. As premissas de normalidade e heterocedasticidade não foram satisfeitas ao trabalharmos com as variáveis dependentes. Desta forma foi realizada a transformação dessas variáveis com a aplicação do logaritmo natural (Ln)

Tabela 1 - Variáveis da Pesquisa

| Variáveis dependentes - Custo de Agência | Abreviatura | Descrição |
|--|-------------|---|
| Giro de Ativos | GirAt | Ln (Vendas anuais/Ativo Total) |
| Índice de despesas discricionárias da Gestão | IndVGA | Ln (VG&A/Vendas Anuais) |
| Variáveis independentes | | |
| Influência governamental e Concentração de Controle | | |
| Controle Estatal ou Influência por Regulação | Estat | Igual a 1 se pertence a setor influenciado pelo Estado e 0 em caso contrário |
| Concentração controle | Conc | Soma dos quadrados das participações proporcionais dos três maiores acionistas ordinários |
| Segmento listagem BM&FBOVESPA | | |
| Segmentos Diferenciados de Governança da BM&FBOVESPA | SegLis | Igual a 1 se a empresa está nos Segmentos Especiais (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e 0 em caso contrário |
| Variáveis de Controle | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | Nº de membros do Conselho |
| Tamanho da empresa | TamEmp | Ln Receita de Vendas Anuais |
| Alavancagem financeira | Alav | Dívida Total/Ativo Total |
| Idade da Empresa | Idade | Tempo em anos desde a Fundação da Empresa |

4. RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A Tabela 2 apresenta estatísticas descritivas das variáveis. O giro de ativos apresenta média (mediana) com valores intermediários entre os encontrados por Singh *et Davidson* (2003) nas empresas norte americanas e os encontrados por Firth *et al.* (2008) para empresas chinesas, sendo próximos

aos valores obtidos por Ibrahim *et Samad* (2011) em pesquisa com empresas da Malásia.

As despesas discricionárias apresentam média (mediana) menor do que os valores documentados por Singh *et Davidson* (2003) para as empresas americanas, e por Ibrahim *et Samad* (2011) para empresas da Malásia. Os índices de despesas discricionárias no Brasil se mostram próximos às



evidências de Firth *et al.* (2008) para as empresas chinesas.

Com relação à concentração de controle, foi obtida média (mediana) superior ao encontrados por Firth *et al.* (2008) para a China e valor semelhante ao obtido por Monteiro (2011) para empresas brasileiras nos anos 2007 e 2009. Singh *et Davidson* (2003) e Ibrahim *et Samad* (2011) não estudaram a concentração de propriedade e controle.

Quanto à origem do capital com direito a voto foi obtido que 90% da amostra (227 empresas) têm origem privada. Com controle estatal foram identificadas 10% da amostra (25 empresas). Sofrem influência estatal por regulação 17,6% da amostra (44 empresas). E estão influenciadas pela ação do Estado, seja através do controle do capital votante, seja por regulação, 21,2% da amostra (53 empresas).

A média (mediana) encontrada para o tamanho do conselho de administração foi de 6,9 (7). O número de membros dos Conselhos de Administração varia entre 2 e 16 membros. Os resultados encontrados para média (mediana) no caso brasileiro são ligeiramente inferiores aos encontrados por Singh *et Davidson* (2003) para as empresas americanas. Firth *et al.* (2008) não analisaram o tamanho do conselho de administração na China.

As empresas inseridas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA representam 58,4% da amostra (146 empresas), considerando empresas com capital aberto até dezembro de 2012.

Analisando o tamanho das empresas (Receita de Vendas em bilhões de reais) foram encontrados: média (mediana) de 5,0 (1,0) a 6,6 (1,3) para os anos de 2011 a 2014.

Os valores para média (mediana) para a alavancagem (dívida total sobre ativo) no caso brasileiro foram de 0,17 (0,18) a 0,19 (0,22) para os anos de 2011 a 2014. Para os anos 2007 e 2009, Monteiro (2011) encontrou, respectivamente, 0,25 (0,24) e 0,39 (0,28). O trabalho de Firth *et al.* (2008) se concentrou em analisar a alavancagem para a dívida de longo prazo chinesa e, desta forma, apresentou valores menores para média (mediana), 0,11 (0,03) para os anos de 1998-2000.

A média (mediana) encontrada para a idade, tendo como referência 31 de dezembro de 2014, foi de 42,7 (41,4), oscilando entre 4,8 e 143 anos. Estes níveis são maiores do que os encontrados por Ibrahim *et Samad* (2011), de cerca de 29,7 anos de média para empresas da Malásia.

4.2 RESULTADOS EMPÍRICOS

Foram realizadas oito regressões múltiplas em seções transversais: quatro para os custos de agência medidos por despesas discricionárias (2011 a 2014), e quatro para os custos de agência por giro de ativo (2011 a 2014). Para a

seleção das variáveis independentes, foi utilizado o método *Backward Elimination*, considerando nível de significância estatística de 5%.

As premissas básicas do modelo de regressão linear foram observadas por meio da análise dos resíduos. As premissas de normalidade e heterocedasticidade não foram satisfeitas ao se trabalhar com as variáveis dependentes. Desta forma foi realizada a transformação das variáveis dependentes, com a aplicação do logaritmo natural (Ln).

Nas Tabelas 3 a 10, são apresentados os resultados das regressões. Todas as estatísticas F foram significativas ao nível de 1%. Cada tabela apresenta os resultados encontrados em cada uma das etapas da regressão até a seleção do melhor modelo. A Tabela 11 sintetiza análise qualitativa dos resultados.

a) Variável dependente: Ln de Giro de Ativos.

As tabelas 3 a 6 apresentam os resultados para 2011 a 2014, tendo o custo de agência medido por giro de ativos como variável dependente. A hipótese de ausência de relação com os custos de agência para empresas sob influência governamental foi rejeitada para todas as regressões. Os modelos encontrados apresentaram relações inversas e estatisticamente significativas para as variáveis “Estatual ou Regulada” e “Segmento Diferenciado de Governança BM&FBOVESPA”. Tautologicamente, os resultados sugerem que empresas influenciadas pelo Governo e as participantes dos segmentos especiais da BM&FBOVESPA incorrem em maiores custos de agência. O resultado para a variável “Segmento Diferenciado de Governança BM&FBOVESPA” é o oposto do esperado. A concentração de controle acionário não se mostrou estatisticamente significativa para explicar o giro de ativos.

Quando analisados os resultados para as variáveis de controle, observou-se que o tamanho e a idade da empresa possuem relação direta com o giro de ativos, ou seja, empresas maiores e mais antigas parecem ser mais eficientes e possuem menores custos de agência. Por outro lado, as regressões evidenciam que o tamanho do Conselho tem relação positiva com os custos de agências (reduz o giro de ativos). A alavancagem financeira se mostrou significativa para explicar os custos de agência pelo giro de ativos para os anos 2012, 2013 e 2014, indicando que empresas mais alavancadas incorrem em maiores custos de agência.



Tabela 2 – Estatísticas Descritivas

| Variáveis Dependentes - Custo de Agência | Abreviatura | Descrição | Ano | Média | Mediana | Mínimo | Máximo | Desvio Padrão | Assimetria | Curiose |
|--|---------------|--|--------|----------|----------|--------|------------|---------------|------------|---------|
| Giro de Ativos | GirAt | LN Vendas anuais/Ativo Total | 2011 | -0,644 | -0,565 | -3,856 | 1,426 | 0,844 | -1,033 | 2,088 |
| | | | 2012 | -0,629 | -0,486 | -3,195 | 1,374 | 0,822 | -0,754 | 0,940 |
| | | | 2013 | -0,663 | -0,519 | -4,650 | 1,314 | 0,867 | -1,019 | 1,904 |
| | | | 2014 | -0,660 | -0,530 | -3,894 | 1,246 | 0,828 | -0,831 | 1,060 |
| Índice de despesas descrecionárias da Gestão | IndVGA | LN VG&A/Vendas Anuais | 2011 | -1,679 | -1,702 | -4,271 | 0,627 | 0,167 | 0,912 | |
| | | | 2012 | -1,611 | -1,654 | -4,048 | 0,487 | 0,724 | 0,158 | 0,386 |
| | | | 2013 | -1,657 | -1,717 | -4,529 | 0,886 | 0,704 | 0,189 | 1,078 |
| 2014 | -1,608 | -1,639 | -3,628 | 0,825 | 0,752 | 0,158 | 0,072 | | | |
| Variáveis independentes | | | | | | | | | | |
| Estrutura de propriedade e controle | | | | | | | | | | |
| Regulação ou Estatal | Estat | Igual a 1 se a participação nas ações ordinárias > 50% e se pertence a setor influenciado pelo Estado 0 em caso contrário (53 empresas influenciadas por regulação ou controladas pelo Estado) | 2014 | 0,210 | 0,000 | 0,000 | 1,000 | 0,408 | | |
| Concentração controle | Conc | Soma dos quadrados das participações proporcionais das três maiores ordinárias. | 2014 | 0,364 | 0,290 | 0,010 | 1,000 | 0,292 | 0,844 | -0,421 |
| Segmento listagem BM&FBOVESPA | SegLis | Igual a 1 se a empresa está nos Segmentos Especiais (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e 0 em caso contrário (146 empresas inseridas nos Segmentos Especiais) | 2014 | 0,579 | 1,000 | 0,000 | 1,000 | 0,495 | | |
| Variáveis de Controle | | | | | | | | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | Nº de membros do Conselho | 2014 | 6,885 | 7 | 2 | 16 | 2,504 | 0,462 | 0,261 |
| Tamanho da empresa | TamEmp | Ln Receita de Vendas Anuais | 2011 | 13,831 | 13,819 | 7,734 | 19,313 | 1,782 | -0,049 | 0,378 |
| | | | 2012 | 13,951 | 14,021 | 7,818 | 19,455 | 1,799 | -0,101 | 0,380 |
| | | | 2013 | 13,989 | 13,995 | 7,889 | 19,535 | 1,816 | -0,133 | 0,349 |
| | | | 2014 | 14,056 | 14,066 | 7,942 | 19,636 | 1,847 | -0,124 | 0,207 |
| Alavancagem financeira | Alav | Dívida total/Ativo Total | 2011 | 0,293 | 0,300 | 0,000 | 1,702 | 0,196 | 1,517 | 9,377 |
| | | | 2012 | 0,304 | 0,303 | 0,000 | 1,293 | 0,194 | 0,652 | 1,771 |
| | | | 2013 | 0,308 | 0,307 | 0,000 | 1,259 | 0,196 | 0,620 | 1,476 |
| | | | 2014 | 0,304 | 0,303 | 0,000 | 1,293 | 0,194 | 0,652 | 1,771 |
| Idade da Empresa | Idade | Tempo em anos desde a Fundação da Empresa | 2014 | 42,7 | 41,4 | 4,8 | 143,0 | 29,9 | 0,683 | -0,141 |
| Variáveis Transformadas | | | | | | | | | | |
| Giro de Ativos | | Vendas anuais/Ativo Total | 2011 | 0,699 | 0,568 | 0,021 | 4,160 | 0,536 | 2,454 | 10,610 |
| | | | 2012 | 0,709 | 0,615 | 0,041 | 3,951 | 0,548 | 2,306 | 8,668 |
| | | | 2013 | 0,695 | 0,595 | 0,010 | 3,721 | 0,527 | 2,109 | 7,628 |
| | | | 2014 | 0,685 | 0,589 | 0,020 | 3,477 | 0,507 | 1,952 | 6,449 |
| Índice de despesas descrecionárias da Gestão | | VG&A/Vendas Anuais | 2011 | 0,240 | 0,175 | 0,000 | 1,872 | 0,228 | 3,739 | 19,697 |
| | | | 2012 | 0,241 | 0,179 | -0,005 | 1,625 | 0,211 | 2,198 | 10,335 |
| | | | 2013 | 0,241 | 0,179 | 0,000 | 2,425 | 0,225 | 4,625 | 36,292 |
| | | | 2014 | 0,256 | 0,187 | -0,019 | 2,281 | 0,239 | 3,872 | 24,975 |
| Tamanho da empresa | | Receita de Vendas Anuais (R\$ milhões) | 2011 | 5,041,61 | 1,003,15 | 2,28 | 244,176,14 | 18,226,45 | 10,011 | 122,083 |
| | | | 2012 | 5,667,48 | 1,227,91 | 2,49 | 281,379,48 | 20,499,53 | 10,433 | 132,786 |
| | | | 2013 | 5,986,52 | 1,196,49 | 2,67 | 304,889,93 | 22,262,31 | 10,457 | 132,277 |
| | | | 2014 | 6,574,42 | 1,284,44 | 2,81 | 337,260,00 | 24,516,43 | 10,586 | 134,824 |



Tabela 3 - Resultados da análise de regressão para Custos de Agência medidos por Ln de Giro de Ativo (Receita de vendas/Ativo Total) no ano de 2011

| Constante | Abreviatura | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 |
|---|-------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | | -3,27 *** (-8,283) | -3,246 *** (-8,465) | -3,265 *** (-8,507) |
| Estrutura de Propriedade e Controle | | | | |
| Estatual ou regulada | Estat | -0,422 *** (-3,361) | -0,415 *** (-3,386) | -0,42 *** (-3,421) |
| Concentração controle | Conc | 0,051 (0,27) | | |
| Segmentos Diferenciados de Governança da Bovespa | | | | |
| | SegLis | -0,336 *** (-2,632) | -0,35 *** (-2,999) | -0,347 *** (-2,968) |
| Variáveis de Controle | | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | -0,06 *** (-2,458) | -0,061 *** (-2,52) | -0,058 *** (-2,401) |
| Tamanho da empresa | TamEmp | 0,232 *** (7,08) | 0,233 *** (7,129) | 0,225 *** (6,994) |
| Alavancagem financeira | Alav | -0,322 (-1,331) | -0,322 (-1,334) | |
| Idade da Empresa | Idade | 0,005 *** (2,602) | 0,004 ** (2,593) | 0,005 *** (2,628) |
| R ² Ajustado | | 0,229 | 0,232 | 0,230 |
| F | | (11,664)*** | (13,648)*** | (15,971)*** |

Tabela 4 - Resultados da análise de regressão para Custos de Agência medidos por Ln de Giro de Ativo (Receita de vendas/Ativo Total) no ano de 2012

| Constante | Abreviatura | Modelo 1 | Modelo 2 |
|---|-------------|------------------------|------------------------|
| | | -3,155 *** (-7,886) | -3,101 *** (-7,971) |
| Estrutura de Propriedade e Controle | | | |
| Estatual ou regulada | Estat | -0,337 *** (-2,693) | -0,322 *** (-2,631) |
| Concentração controle | Conc | 0,111 (0,592) | |
| Segmentos Diferenciados de Governança da Bovespa | | | |
| | SegLis | -0,258 ** (-2,025) | -0,288 ** (-2,473) |
| Variáveis de Controle | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | -0,057 ** (-2,298) | -0,059 ** (-2,396) |
| Tamanho da empresa | TamEmp | 0,219 *** (6,582) | 0,22 *** (6,64) |
| Alavancagem financeira | Alav | -0,519 ** (-2,128) | -0,517 ** (-2,122) |
| Idade da Empresa | Idade | 0,005 *** (2,747) | 0,005 *** (2,707) |
| R ² Ajustado | | 0,197 | 0,199 |
| F | | (9,782)*** | (11,384)*** |



Tabela 5 - Resultados da análise de regressão para Custos de Agência medidos por Ln de Giro de Ativo (Receita de vendas/Ativo Total) no ano de 2013

| Constante | Abreviatura | Modelo 1 | Modelo 2 |
|---|--------------------|------------------------|------------------------|
| | | -3,687 *** (-8,939) | -3,652 *** (-9,162) |
| Estrutura de Propriedade e Controle | | | |
| Estatual ou regulada | Estat | -0,398 *** (-3,092) | -0,389 *** (-3,097) |
| Concentração controle | Conc | 0,065 (0,335) | |
| Segmentos Diferenciados de Governança da Bovespa | SegLis | -0,25 * (-1,9) | -0,267 ** (-2,216) |
| Variáveis de Controle | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | -0,055 ** (-2,165) | -0,056 *** (-2,221) |
| Tamanho da empresa | TamEmp | 0,251 *** (7,349) | 0,252 *** (7,377) |
| Alavancagem financeira | Alav | -0,521 ** (-2,096) | -0,517 ** (-2,088) |
| Idade da Empresa | Idade | 0,006 *** (3,342) | 0,006 *** (3,331) |
| R ² Ajustado | | 0,236 | 0,239 |
| F | | (12,063)*** | (14,106)*** |

Tabela 6 - Resultados da análise de regressão para Custos de Agência medidos por Ln de Giro de Ativo (Receita de vendas/Ativo Total) no ano de 2014

| Constante | Abreviatura | Modelo 1 | Modelo 2 |
|---|--------------------|------------------------|------------------------|
| | | -3,382 *** (-8,685) | -3,327 *** (-8,85) |
| Estrutura de Propriedade e Controle | | | |
| Estatual ou regulada | Estat | -0,274 ** (-2,219) | -0,26 ** (-2,153) |
| Concentração controle | Conc | 0,103 (0,558) | |
| Segmentos Diferenciados de Governança da Bovespa | SegLis | -0,237 * (-1,894) | -0,265 ** (-2,304) |
| Variáveis de Controle | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | -0,066 ** (-2,701) | -0,068 *** (-2,786) |
| Tamanho da empresa | TamEmp | 0,23 *** (7,142) | 0,23 *** (7,173) |
| Alavancagem financeira | Alav | -0,513 *** (-2,14) | -0,51 *** (-2,132) |
| Idade da Empresa | Idade | 0,006 *** (3,634) | 0,006 *** (3,602) |
| R ² Ajustado | | 0,234 | 0,236 |
| F | | (11,971)*** | (13,954)*** |

*** Significativo ao nível de 1%; ** Significativo ao nível de 5% e * Significativo ao nível de 10%. A estatística "t" aparece entre parênteses.



b) Variável dependente: Ln de Despesas Discricionárias

As tabelas 7 a 10 apresentam os resultados para 2011 a 2014, sendo o custo de agência medido pelas despesas discricionárias como variável dependente. A hipótese de ausência de relação com os custos de agência para empresas sob influência governamental foi rejeitada para os anos 2013 e 2014. Ao contrário do esperado e diferentemente do obtido no modelo anterior, a influência governamental afeta negativamente, ou seja, reduz os custos de agência medidos pelas despesas discricionárias. A concentração de controle acionário possui relação negativa com as despesas discricionárias e, conseqüentemente, com os custos de agência. A listagem nos segmentos especiais da

BM&FBOVESPA não se mostrou estatisticamente significativa para explicar as despesas discricionárias.

No tocante às variáveis de controle, tamanho da empresa se mostrou estatisticamente relevante. Empresas maiores apresentam menores despesas discricionárias, ou seja, menores custos de agência. Estes resultados ratificam as evidências encontradas na análise por giro de ativos.

A alavancagem financeira apresentou relação negativa e estatisticamente significativa com os custos de agência por despesas discricionárias. Os coeficientes das variáveis “Tamanho do Conselho de Administração” e “Idade da Empresa” não se mostraram diferentes de zero.

Tabela 7 - Resultados da análise da regressão para Custos de Agência medidos por Ln de Despesas Discricionárias (VG&A/Receita de Vendas) no ano de 2011

| | | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 | Modelo 5 |
|--|--------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|------------------------|------------------------|
| Constante | Abreviatura | 0,447 (1,252) | 0,449 (1,26) | 0,52 (1,471) | 0,473 (1,348) | 0,558 (1,613) |
| Estrutura de Propriedade e Controle | | | | | | |
| Estatual ou regulada | Estat | -0,19 * (-1,668) | -0,182 (-1,618) | -0,181 (-1,61) | -0,147 (-1,355) | |
| Concentração controle | Conc | -0,426 ** (-2,499) | -0,392 ** (-2,519) | -0,38 ** (-2,44) | -0,424 *** (-2,813) | -0,474 *** (-3,238) |
| Segmentos Diferenciados de | SegLis | -0,056 (-0,487) | | | | |
| Variáveis de Controle | | | | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | 0,032 (1,441) | 0,03 (1,375) | 0,024 *** (1,141) | | |
| Tamanho da empresa | TamEmp | -0,15 *** (-5,047) | -0,153 *** (-5,315) | -0,15 *** (-5,21) | -0,133 *** (-5,373) | -0,14 *** (-5,775) |
| Alavancagem financeira | Alav | -0,409 * (-1,87) | -0,407 * (-1,864) | -0,413 * (-1,892) | -0,438 ** (-2,011) | -0,439 ** (-2,016) |
| Idade da Empresa | Idade | 0,002 (1,041) | 0,002 (1,321) | | | |
| R ² Ajustado | | 0,155 | 0,158 | 0,155 | 0,154 | 0,151 |
| F | | (7,588)*** | (8,841)*** | (10,229)*** | (12,446)*** | (15,928)*** |



Tabela 8 - Resultados da análise da regressão para Custos de Agência medidos por Ln de Despesas Discricionárias (VG&A/Receita de Vendas) no ano de 2012

| | | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 | Modelo 5 |
|--|--------------------|------------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| Constante | Abreviatura | 0,426 (1,162) | 0,432 (1,18) | 0,397 (1,093) | 0,449 (1,263) | 0,535 (1,536) |
| Estrutura de Propriedade e Controle | | | | | | |
| Estatual ou regulada | Estat | -0,161 (-1,407) | -0,153 (-1,353) | -0,131 (-1,196) | -0,134 (-1,227) | |
| Concentração controle | Conc | -0,333 * (-1,94) | -0,3 * (-1,91) | -0,328 ** (-2,142) | -0,316 ** (-2,081) | -0,363 ** (-2,467) |
| Segmentos Diferenciados de | SegLis | -0,056 (-0,482) | | | | |
| Variáveis de Controle | | | | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | 0,02 (0,867) | 0,018 (0,793) | | | |
| Tamanho da empresa | TamEmp | -0,136 *** (-4,463) | -0,14 *** (-4,72) | -0,127 *** (-5,11) | -0,128 *** (-5,149) | -0,135 *** (-5,58) |
| Alavancagem financeira | Alav | -0,411 * (-1,837) | -0,415 * (-1,86) | -0,436 * (-1,966) | -0,441 ** (-1,993) | -0,439 ** (-1,98) |
| Idade da Empresa | Idade | 0,001 (0,6) | 0,001 (0,838) | 0,001 (0,709) | | |
| R ² Ajustado | | 0,130 | 0,132 | 0,134 | 0,135 | 0,134 |
| F | | (6,342)*** | (7,383)*** | (8,747)*** | (10,83)*** | (13,91)*** |

Tabela 9 - Resultados da análise da regressão para Custos de Agência medidos por Ln de Despesas Discricionárias (VG&A/Receita de Vendas) no ano de 2013

| | | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 |
|--|--------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Constante | Abreviatura | 0,46 (1,322) | 0,501 (1,455) | 0,552 (1,608) | 0,476 (1,404) |
| Estrutura de Propriedade e Controle | | | | | |
| Estatual ou regulada | Estat | -0,247 ** (-2,274) | -0,251 ** (-2,319) | -0,23 ** (-2,133) | -0,194 * (-1,853) |
| Concentração controle | Conc | -0,352 ** (-2,17) | -0,364 ** (-2,255) | -0,271 * (-1,815) | -0,314 ** (-2,155) |
| Segmentos Diferenciados de | SegLis | -0,12 (-1,082) | -0,153 (-1,486) | | |
| Variáveis de Controle | | | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | 0,037 * (1,724) | 0,035 * (1,655) | 0,028 (1,346) | |
| Tamanho da empresa | TamEmp | -0,145 *** (-5,025) | -0,142 *** (-4,964) | -0,15 *** (-5,377) | -0,13 *** (-5,52) |
| Alavancagem financeira | Alav | -0,472 ** (-2,254) | -0,477 ** (-2,28) | -0,493 ** (-2,353) | -0,517 ** (-2,47) |
| Idade da Empresa | Idade | 0,001 (0,805) | | | |
| R ² Ajustado | | 0,174 | 0,175 | 0,171 | 0,168 |
| F | | (8,537)*** | (9,866)*** | (11,342)*** | (13,68)*** |



Tabela 10 - Resultados da análise da regressão para Custos de Agência medidos por Ln de Despesas Discricionárias (VG&A/Receita de Vendas) no ano de 2014

| | | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 |
|--|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Constante | Abreviatura | 0,723 ** (2,005) | 0,722 ** (2,024) | 0,676 * (1,911) | 0,714 ** (2,032) |
| Estrutura de Propriedade e Controle | | | | | |
| Estatual ou regulada | Estat | -0,362 *** (-3,162) | -0,362 *** (-3,172) | -0,333 *** (-3,013) | -0,324 *** (-2,943) |
| Concentração controle | Conc | -0,421 ** (-2,471) | -0,42 ** (-2,484) | -0,438 *** (-2,604) | -0,371 ** (-2,439) |
| Segmentos Diferenciados de | SegLis | -0,125 (-1,08) | -0,124 (-1,154) | -0,098 (-0,935) | |
| Variáveis de Controle | | | | | |
| Tamanho do Conselho de Administração | TamCA | 0,023 (1,004) | 0,023 (1,015) | | |
| Tamanho da empresa | TamEmp | -0,147 *** (-4,922) | -0,147 *** (-5,004) | -0,133 *** (-5,125) | -0,141 *** (-5,821) |
| Alavancagem financeira | Alav | -0,403 * (-1,813) | -0,403 * (-1,817) | -0,428 * (-1,946) | -0,435 ** (-1,979) |
| Idade da Empresa | Idade | 0 (-0,029) | | | |
| R ² Ajustado | | 0,202 | 0,205 | 0,205 | 0,206 |
| F | | (10,087)*** | (11,816)*** | (13,971)*** | (17,254)*** |

*** Significativo ao nível de 1%; ** Significativo ao nível de 5% e * Significativo ao nível de 10%. A estatística "t" aparece entre parênteses.

A análise sobre a concentração de controle mostrou a redução dos custos de agência por despesas discricionárias. Este resultado era esperado e está alinhado aos resultados e acompanha evidências encontradas por Firth *et al.* (2008) para as empresas chinesas e por Monteiro (2011) para empresas brasileiras. Porém, a concentração de controle não afeta a taxa de giro de ativos.

O aumento do número de membros do Conselho de Administração aumenta os custos de agência estimados por giro de ativos. Este resultado está alinhado e ratifica o obtido por Sinhg e Davidson (2003). O tamanho da empresa influencia negativamente os custos de agência. Também foi obtido que a alavancagem financeira aumenta os custos de agência relacionados ao giro de ativos. Estes resultados estão alinhados aos obtidos por Sinhg e Davidson (2003).

Por fim, a análise da idade da empresa por giro de ativos é consistente com o resultado obtido por Ibrahim *et Samad* (2011), que documentaram que empresas mais velhas incorrem em menores custos de agência. Ang *et al.* (2000) argumentam que empresas maduras são mais eficientes do que as empresas mais jovens. A Tabela 11 apresenta uma síntese qualitativa da análise dos resultados.

É importante mencionar que foram realizadas regressões com variáveis explicativas defasadas para os anos anteriores nos dois modelos de custos de agência e não

foram observadas alterações relevantes nos resultados econométricos em comparação com a base contemporânea.

5. CONCLUSÕES

Este trabalho investigou empiricamente os efeitos da influência estatal, da concentração de controle e da presença em segmentos diferenciados de governança sobre custos de agência de empresas brasileiras pós-implantação do IFRS no Brasil.

Foram consideradas como empresas sob influência estatal aquelas com controle acionário do Estado, controladas por fundos de pensão de empresas estatais ou pelo BNDES e que atuam em segmentos fortemente influenciados por agências estatais. As hipóteses centrais testadas propuseram que menor influência estatal, maior concentração de controle e adoção voluntária de melhores níveis de governança produzem menores custos de agência. Como *proxies* de custo de agência foram utilizados o índice de giro de ativos e a relação entre as despesas com administração e receitas de vendas, seguindo metodologia desenvolvida por Ang *et al.* (2000), e por Sinhg *et Davidson* (2003). A relação esperada entre giro de ativos e custos de agência é inversa e a taxa de despesas discricionárias tem relação direta com os custos de agência.



Com base em uma amostra de 252 empresas com capital aberto, a pesquisa adotou modelos de regressão linear simples em seções transversais para os anos 2011 a 2014, implementado via método de mínimos quadrados ordinários. Como variáveis de controle, foram eleitos o tamanho do conselho de administração, o tamanho da empresa, o índice de alavancagem financeira e a idade da empresa.

As evidências sugerem que influência governamental reduz despesas discricionárias (diminui custos de agência) em dois dos quatro anos analisados, mas produz efeitos negativos no giro dos ativos, reduzindo crescimento potencial da empresa típica (aumenta custo de agência) em todas as regressões efetuadas. Como estes resultados são opostos, o efeito líquido da influência governamental sobre valor das ações é questão empírica em aberto.

Observou-se também que a presença em segmentos especiais da BM&FBovespa não tem efeito sobre as

despesas discricionárias, mas produz efeitos negativos no giro dos ativos, um resultado contrário ao esperado. Para a variável concentração de controle, quando analisada pela ótica de giro de ativos, não foram encontradas evidências de sua influência. Entretanto, foi observado que esta variável reduz os custos de agência quando analisada sob a ótica das despesas discricionárias, o que sugere que os grandes acionistas têm um incentivo para monitorar a gestão e estão suficientemente informados para assumir papéis de monitoramento de custos operacionais.

Com relação ao tamanho do Conselho de Administração, foi documentado que maiores conselhos de administração aumentam os custos de agência estimados pelo giro de ativos. Esta evidência é consistente com a noção de que os grandes conselhos são ineficientes e é semelhante às previsões de Jensen *et* Meckling (1976).

Tabela 11 - Síntese qualitativa da análise dos resultados.

| Variável | Giro de Ativos | Despesas Discricionárias |
|--|---------------------------------|-----------------------------------|
| H1. Estatal ou regulada | Reduz eficiência (esperado) | Aumenta eficiência (não esperado) |
| H2. Concentração controle | - | Aumenta eficiência (esperado) |
| H3. Segmentos Diferenciados de Governança da BM&FBovespa | Reduz eficiência (não esperado) | - |
| Tamanho do Conselho de Administração | Reduz eficiência (esperado) | - |
| Tamanho da empresa | Aumenta eficiência (esperado) | Aumenta eficiência (esperado) |
| Alavancagem financeira | Reduz eficiência (não esperado) | Aumenta eficiência (esperado) |
| Idade da Empresa | Aumenta eficiência (esperado) | - |

As evidências sugerem que tamanho tem influência negativa nas duas medidas de custos de agência. Também foi obtido que a alavancagem financeira reduz os custos de agência relacionados às despesas discricionárias, consistente com o resultado de McKnight *et* Weir (2009). Isso confirma a proposição de Singh *et* Davidson (2003) de que, para o tamanho da empresa, bem como para a alavancagem financeira, há economias de escala para despesas VG&A. Além disso, a alavancagem financeira cria obrigações de geração de caixa, o que disciplina o gestor na busca desse objetivo. A utilização de ativos pode melhorar quanto maior a empresa devido às economias de escala e à sinergia

entre as linhas de negócios. É plausível argumentar que as empresas são capazes de gerar maior receita de vendas em diferentes produtos, sem ter que duplicar a base de ativos para cada segmento.

Na análise da influência da idade da empresa nos custos de agência, foi verificado, através da análise do giro de ativos, que empresas mais velhas incorrem em menores custos de agência, sugerindo que empresas maduras são mais eficientes do que as empresas mais jovens. A idade não mostrou impacto sobre o custo de agência medido por despesas discricionárias.



As análises de regressões anuais permitem examinar a evolução dos coeficientes estimados. Em particular, vale destacar os impactos da influência governamental sobre as duas medidas adotadas para custos de agência. Primeiro, o efeito sobre eficiência no uso de ativos é negativo e significativo em todas as regressões, implicando em maiores custos de agência para empresas relacionadas ao governo, mas, este efeito está sendo reduzido ao longo do tempo (coeficientes estimados evoluem de -0,42 em 2011 para -0,27 em 2014). Segundo, o impacto sobre despesas discricionárias é negativo em todas as regressões, implicando em menores custos de agência. Este impacto foi estatisticamente significativo em todos os modelos de 2013 e 2014. Mas, em geral, os coeficientes estimados não foram significativos em 2011 e 2012. As evidências sugerem um aumento deste impacto no período estudado (coeficientes estimados passam de -0,18 em 2011 para -0,33 em 2014).

Analisando as limitações do trabalho, primeiramente, cabe mencionar que o assunto governança corporativa é bastante abrangente e as determinantes dos custos de agência podem ser mais numerosas do que as apresentadas neste trabalho. Desta forma é possível que esteja ocorrendo omissão de variáveis, o que acaba sendo incorporado ao erro.

Outra limitação a ser considerada é a possível presença de endogeneidade e causalidade reversa. Uma das variáveis explicativas pode estar sendo determinada pela variável explicada no modelo. Além disso, os índices utilizados como *proxy* dos custos de agência, especialmente o giro de ativos, são bastante dependentes do setor de atuação da empresa. Supõe-se que setores mais intensivos em capital tenham giro de ativos menores e, conseqüentemente, maiores custos de agência neste índice, o que não necessariamente significará má gestão dos ativos. Esta análise não foi realizada neste trabalho.

Também é importante mencionar que não foi analisada a composição do conselho de administração, ou seja, membros internos e membros externos à organização, pois estas informações não estavam disponíveis. Desta forma, nossa análise se restringe à influência do tamanho do conselho de administração nos custos de agência, sem considerar a independência deste conselho de administração.

Por fim, vale mencionar sugestões de pesquisas futuras. Primeira, a relação entre influência governamental e custos de agência pode ser examinada através de técnicas estatísticas adicionais como regressões com dados em painel. Segunda, outras medidas de custos de agência podem ser pesquisadas como a interação do fluxo de caixa livre e crescimento, número de aquisições e indicadores de valor das ações.

6. REFERÊNCIAS

- ANG, J. S.; COLE, R. A.; LIN, J. W. (2000), "Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Finance*, vol.55, n.1, pp.81-106, February.
- ARROW, K. (1969), "The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Nonmarket Allocation," in U.S. Joint Economic Committee, 91st Congress, 1st Session, The analysis and evaluation of public expenditure: The PPB system, Vol. 1. Washington, Government Printing Office, DC: U.S., pp. 39-73.
- BERLE, A.; MEANS, G. (1932), *The Modern Corporation and private property*, Macmillan, New York.
- BRASIL (1988), *Constituição da República Federativa do Brasil*, Brasília,DF: Senado.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. (1991), *Principles of corporate finance*, 4 Ed., McGraw-Hill, New York.
- COASE, R. H. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica* n.4, November.
- CRESWELL, J. W. (2010), *Projeto de Pesquisa - Métodos Qualitativo, Quantitativo e Misto*, Bookman, Porto Alegre.
- ESFAHANI, H. S.; ARDAKANI, A. T. (2005), "What determines the extent of public ownership?" Department of Economics, University of Illinois at Urbana-Champaign, Working Paper.
- FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. (2008), "Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China's listed firms", *Journal of Asset Management*, v.9, n.2, pp.90-101.
- FLEMING, G.; HEANEY, R.; MCCOSKER, R. (2005), "Agency costs and ownership structure in Australia", *Pacific-Basin Finance Journal*, n.13, pp.29-52.
- FONTES FILHO, J.R.; PICOLIN, L.M. (2008), "Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações", *Revista de Administração Pública*, 42(6):1163-1168, novembro-dezembro.
- IBRAHIM, H. H., SAMAD, F. A. (2011), "Agency costs, corporate governance mechanisms and performance of public listed family firms in Malaysia", *South African Journal Of Business Management*, 42(3), 17-25.
- JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n.2, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, v.3, n.5, pp.305-360, oct.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, v.52, n.3, pp.1131-1150, July.



MCLEAN, B. Is Enron Overpriced? *Fortune Magazine*, 143(5), 122-126, 2001.

MONTEIRO, J. (2011), *Custos de Agência na Governança Corporativa das Empresas Brasileiras*, 2011. 57f. Dissertação de Mestrado em Administração, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC - Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Rio de Janeiro.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*. vol. LII, No. 2.

SINGH, M.; DAVIDSON, W. N. (2003), "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms", *Journal of Banking & Finance*, n.27, pp. 793-816.

TIROLE, JEAN. *The theory of corporate finance*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2006.

WILLIAMSON, O. E. (2005), "The Economics of Governance", *American Economic Review*, 95(2), 1-18.

ZINGALES, L (1998), "Corporate Governance", *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998, Disponível em: [http://dx. Doi. Org/10.2139/ssrn.46906](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46906) (Acesso em 19 mai. 2013).