



Níveis de governança corporativa e custos de agência: um estudo em empresas do IBrX 100

Resumo

Este estudo tem por objetivo identificar qual a relação entre a participação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa e custos de agência de empresas listadas no IBrX 100. O estudo partiu da discussão dos custos de agência na busca pela diminuição da assimetria informacional. Assim, tomando por base o Giro do Ativo (GA) e a relação de despesas operacionais e receita total de vendas (RDV), confrontou-se tais valores com dados de níveis de governança corporativa (GC), observando as relações geradas. Foi empregado o teste de correlação de Spearman, considerando uma amostra composta por 76 empresas listadas no IBrX 100, com dados de 2020. Tais dados foram obtidos do banco de dados ComDinheiro® e dados do site da Brasil Bolsa Balcão (B3). Constatou-se que quanto maior é o nível de governança, maiores são os custos de agência, calculados pelo RDV, visto que as empresas que aderem a níveis mais elevados de GC incorrem em vários custos, de forma a se enquadrar nas exigências e de maneira a monitorar, gerir e prestar contas de informações. Assim, é possível inferir que as empresas de menor porte (medido pelo Ln do ativo total) que adotam níveis elevados de GC fazem isso como forma de elevar seu crescimento e reconhecimento no mercado, ocasionando, por outro lado, em maiores custos de agência.

Palavras-chave: Governança corporativa; Custos de agência; IBrX 100.

Linha Temática: Finanças e Mercado de capitais



1 Introdução

As grandes corporações surgiram no contexto da Segunda Revolução Industrial, no século XIX, em um cenário de mudanças, com a introdução de novos meios de transporte como os navios a vapor, o avião, a utilização das ferrovias, a criação de novos materiais para serem usados como matéria prima, novos processos de transformação e a produção em massa de bens de consumo. Diante da Terceira Revolução Industrial, as organizações sofreram grandes mudanças na forma de trabalhar, possibilitando redução de custos de produção, diminuindo os atrasos e melhorando a qualidade dos produtos (Szmrecsányi, 2001).

Até então, a maioria das empresas eram gerenciadas pelo proprietário e tinham características de “empresa familiar”, se limitando ao âmbito regional. Com a globalização, a diversificação da produção e o avanço tecnológico, as relações internacionais se intensificaram, surgindo as grandes corporações para atender a necessidade de expansão do comércio.

As grandes corporações visavam maximizar seus lucros, porém, com mercados cada vez mais competitivos era difícil se manter por longos períodos. Assim, grandes corporações privadas de diferentes setores econômicos deram lugar a empresas modernas de capital aberto, as Sociedades Anônimas, as quais agora eram gerenciadas não mais pelos proprietários, mas sim por executivos contratados. Em conformidade com o exposto, Miranda (2010) relata que separar a propriedade do controle nas organizações desestruturou os fundamentos sobre os quais amparava a ordem econômica capitalista anterior ao século XX, já que a melhor garantia de eficiência econômica era o interesse de ganho e lucro do proprietário.

Com o desenvolvimento das grandes organizações no mercado, a abertura de capital e um administrador não proprietário como gestor das empresas, surge a necessidade de alinhar os interesses do administrador com os interesses do proprietário. Desta maneira, a Governança Corporativa (GC) é definida como um conjunto de regras, condutas e políticas usadas na administração das organizações com o objetivo de minimizar os conflitos entre os acionistas e os gestores, para garantir que os objetivos do principal sejam alcançados e maximizar o valor da organização no mercado (Aguilera, Desender, Bednar, & Lee, 2015).

A teoria que deu origem ao que hoje se conhece por conflitos de interesse entre o principal (acionista) e o agente (gestor), foi a Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), os quais reconhecem a existência de um vínculo contratual entre principal e agente, em que se delega as funções e determinam os direitos e deveres de todos os *stakeholders*. Esses conflitos, decorrentes da transferência de gestão, geram Custos de Agências, que, de acordo com os autores (1976), são os custos reais, decorrentes dos gastos para alinhar os interesses do agente aos do principal. Esses custos são referentes a contratos, monitoramento das atividades e as perdas decorrentes de divergências de interesses entre o agente e o principal.

Para o alinhamento de interesses, conforme Frezatti, Rocha, Nascimento e Junqueira (2009) e Aguilera *et al.* (2015), a GC utiliza mecanismos de controle internos e externos, sobre os primeiros cita-se o conselho de administração, conselho fiscal, incentivos gerenciais, controles internos e estrutura de concentração de ações. Quanto aos mecanismos externos, tem-se como exemplo, o contexto institucional do país (países com regras comerciais mais claras, tendem a diminuir custos de transação, sendo locais propícios para desenvolver negócios), a auditoria externa e agências de *rating* (agências avaliadoras de risco), bem como a adesão da empresa ao mercado de capitais, se enquadrando em níveis de GC.

O presente trabalho tem foco no mercado de capitais brasileiro, quanto a participação de empresas em níveis de GC. No Brasil, os níveis de governança foram criados para agregar mais segurança aos acionistas minoritários, minimizando a perda de quantidade de negócios nesse mercado (Black, Carvalho & Sampaio, 2014). No ano 2000 foi implementado o Novo



Mercado, o mais elevado nível de governança corporativa, objetivando valorizar as companhias e estimular o interesse dos investidores (B3, 2021).

No Brasil, os segmentos de GC são representados da seguinte forma: Novo Mercado (NM), que representa as empresas de grau elevado, Nível 2 (N2), grau médio e Nível 1 (N1) grau baixo de GC. As empresas do segmento NM adotam voluntariamente as práticas de GC adicionais às que são obrigatórias por leis, divulgando informações mais transparentes e abrangentes em relação aos outros níveis (B3, 2021).

Estudos têm sido realizados no Brasil, considerando a relação entre custos de agência e mecanismos de governança corporativa. A exemplo do estudo de Monteiro (2011), que observou a correlação entre mecanismos de governança corporativa e os custos de agência, mas numa abrangência de empresas diferente, mais dispersa. Oliveira, Lucena, Pereira e Camara (2016) observaram a existência da relação entre as características do conselho administrativo e os custos de agência.

Assim, objetiva-se com esse estudo investigar o seguinte problema de pesquisa: **quais as relações entre a participação das empresas em níveis de governança corporativa e custos de agência?** Para tal, o objetivo geral consiste em verificar as relações entre a participação das empresas do IBrX 100 em níveis de GC e custos de agência.

O estudo se justifica devido a possibilidade de auxiliar o entendimento de um tema que é relevante para investidores, acionistas e proprietários, pois os instrumentos de GC são ferramentas importantes para minimizar os conflitos de agência (Oliveira *et al*, 2016).

2 Referencial Teórico

Nesta seção são abordados pressupostos teóricos acerca do tema objeto de estudo. São abordados os seguintes tópicos: Teoria da agência e governança corporativa; níveis de governança corporativa; e custo de agência.

2.1 Teoria da agência e governança corporativa

Conforme as organizações crescem no mercado, se torna comum às empresas serem administradas por um gestor e não mais pelo proprietário, a partir dessa separação entre proprietário e administrador surgem os conflitos de interesses, que segundo Bianchi (2005), originou o desenvolvimento da teoria da agência, na qual se objetiva analisar essa relação e criar instrumentos para diminuir possíveis divergências de interesse.

A teoria da agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) analisa a relação entre gestor e acionista, visando minimizar os conflitos e os custos decorrentes da separação entre propriedade e controle da organização. Desta forma, Jensen e Meckling (1976) descrevem a relação de agência como um vínculo contratual entre principal e agente, nesse contrato se delega as funções, direitos e deveres de todas as partes interessadas. Partindo do ponto que ambas as partes são maximizadores de utilidades, acredita-se que o agente nem sempre agirá conforme os interesses dos acionistas, ocasionando um conflito de agência.

O conflito de agência pode ser reduzido por meio de incentivos para que o agente aja em favor do principal e do monitoramento das ações do agente (Bedicks, 2009). Dessa forma o modelo de gestão pode reduzir ou induzir os conflitos de agência, de acordo como ele for constituído (Bianchi, 2005).

Assim a governança corporativa tem por finalidade alinhar os interesses do gestor e do acionista, preservar e otimizar a longo prazo o valor econômico da empresa. Em um contexto de crescimento das organizações e ampliação das transações financeiras em escala global, as empresas tiveram que se adequar a uma nova estrutura de controle, fazendo a separação entre propriedade e gestão, surgindo assim divergências entre acionistas e gestores sobre a melhor



decisão para a empresa, com isso as práticas de GC objetivam reduzir essas divergências. Portanto segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), a GC se preocupa em criar um conjunto de mecanismos de incentivo e monitoramento eficiente, a fim de garantir que os interesses do gestor e da empresa sejam alinhados.

De acordo com a Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD), visando garantir a integridade das organizações em seu processo de gestão, foi criado os princípios de Governança Corporativa, que constroem uma base comum considerada essencial para boas práticas de GC pelos países membros (OECD, 2014).

Os principais princípios são: transparência, equidade, *accountability* (prestação de contas), responsabilidade corporativa. A transparência, divulga informações precisas e oportunas sobre questões relevantes referente a organização, como situação financeira, desempenho, gestão e composição societária. Equidade garante o tratamento igualitário entre os acionistas minoritários, majoritários e *stakeholders*. *Accountability* afirma que os agentes de governança devem prestar conta de seus atos de forma clara e concisa, se responsabilizando pelas consequências de seus atos e omissões, e por fim, a responsabilidade corporativa, declara que os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações através de estratégias empresariais, visando a continuidade da empresa (B3, 2021).

Para as empresas que desejam crescer no mercado, o uso de práticas de GC é um diferencial pois maximiza o valor da sociedade, torna mais fácil seu acesso ao capital e coopera para sua continuidade (IBGC, 2015). Assim a utilização dos instrumentos de GC é muito importante para a implementação das práticas de governança e segundo Frezatti *et al.* (2009) os mecanismos de GC podem ser internos e externos.

Os mecanismos internos, segundo Frezatti *et al.* (2009) incluem: Conselho de administração, que é responsável por tomar decisões, monitorar o desempenho corporativo e aumentar o valor da organização a longo prazo; Conselho fiscal, órgão fiscalizador independente do Conselho de administração e da diretoria e de acordo com os princípios de equidade e prestação de contas auxiliando em um melhor desempenho para empresa; Incentivos gerenciais, são vantagens oferecidas aos gestores alinhadas ao seu desempenho, objetivando a redução dos conflitos de interesses entre gestor e acionista, conforme Frezatti *et al.* (2009), a controladoria é de grande importância no desenvolvimento de controle e mecanismo de remuneração associado aos objetivos da empresa.

No que se refere aos mecanismos externos de GC, é possível citar: Ambiente institucional do país, apontado como fator fundamental na GC, visto que países que respeitam contrato e apresentam regras empresariais claras possuem um ambiente mais favorável aos negócios; Mercado de capitais, as empresas aderem ao mercado de capitais com o objetivo de angariar recursos para investir em projetos e maximizar sua competitividade (Frezatti *et al.*, 2009).

Ao adentrar no mercado de capitais, a empresa pode aderir voluntariamente a níveis de governança corporativa, que também representa um mecanismo de GC. Empresas que aderem a esses segmentos aumentam a transparência da empresa através da divulgação de mais informações com maior clareza, transmitindo maior credibilidade aos investidores (B3, 2021).

2.2 Níveis de governança corporativa

Os diferentes níveis de GC auxiliam os investidores a diferenciar as empresas que adotam boas práticas de GC, dado a importância da GC, as empresas com um nível maior de governança, zelam pela transparência, pelo respeito aos acionistas, minimizando os riscos do investimento.

Com a criação do Novo Mercado, a Bovespa criou os níveis de GC, no Brasil os níveis de GC foram implementados para reduzir uma perda de volume de negócios para outros

mercados e essa perda estaria associada a fraca proteção aos acionistas minoritários (Black *et al.* 2014). A adesão ao nível de GC traz benefícios como: maior proteção aos direitos dos acionistas, redução do risco relacionado ao investimento, valorização da imagem institucional e de suas ações, e menor custo de capital. Essa adesão é feita voluntariamente mediante contrato entre a B3, organização, administradores e acionistas controladores, que se responsabilizam pelo cumprimento das regras previstas no regulamento (B3, 2021).

Os segmentos diferenciados de GC no Brasil são representados pelo Nível 1 (1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), e cada um desses níveis possuem diferentes exigências, impondo sempre mais do que a Lei 6.404/76. Desta forma o quadro 1 demonstra algumas características de cada um dos níveis.

Quadro 1 - Características dos níveis de governança corporativa

Características	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>
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
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (Conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (Conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

Fonte: Adaptado B3 (2021)

O Novo Mercado é o nível mais exigente e o Nível 1 o menos exigente, se tornando o primeiro passo para as organizações que desejam adotar as práticas de GC (B3, 2021). A principal diferença do Nível 2 para o Novo Mercado são as ações preferenciais, já que o NM só possui ações ordinárias.

2.3 Custos de agência

Os custos de agência são os custos reais derivados da dissolução da propriedade e do controle de capital, por criar conflitos de interesse entre o agente e o principal, resultando na assimetria da informação. Hendricksen e Van Breda (1999) mencionam que a assimetria da informação é causada por informação incompleta, e que ambas as partes não conhecem todos os fatos. De acordo com Sato (2007), a teoria de agência defende que a informação entre o agente e o principal é naturalmente assimétrica, pois ambos podem fazer uso de informação exclusiva em benefício próprio.

Em decorrência da assimetria a relação de agência é onerosa, pois qualquer vínculo cooperativo entre duas ou mais pessoas é passível de custos e esses custos se referem a soma das despesas com disponibilidade de garantias contratuais, monitoramento e custos residuais (Jensen & Meckling, 1976).

A despesa com monitoramento está relacionada com os custos incorridos pelo principal para avaliar o desempenho do agente dentro da organização com o objetivo de limitar as práticas irregulares e aplicar incentivos como recompensa ao bom desempenho. A despesa com



garantias contratuais visa garantir que o agente não irá realizar ações que prejudique o principal, suas ações devem ser alinhadas com os objetivos da organização, pois caso contrário ele será penalizado. Numa outra perspectiva, tem-se o custo residual, que compreende o valor monetário referente as divergências nas decisões tomadas pelo gestor e as decisões que aumentariam a riqueza do principal (Silva, 2018).

Assim, Correia e Amaral (2008) afirmam que os custos de agência são inevitáveis em uma relação que envolva duas ou mais pessoas e não podem ser totalmente eliminados, dessa forma pode-se compreender os custos de agência, como os custos necessários para alinhar os interesses do agente com o principal. Assim, pode-se afirmar que a adoção de práticas de GC aumentam os custos de agência, pois está relacionada a mecanismos que controlam e monitoram seus gestores e compreende-se que esses custos são necessários para minimizar a assimetria de informação.

De forma complementar, destaca-se que os custos de agência aumentam com as práticas de governança corporativa, pois para sua adoção é necessário incorrer em custos constantes, tais como: custos para manter o controle, incentivar colaboradores e executivos, melhorar a gestão e para divulgar de informações (Wang, Lu, & He, 2011).

Estudos realizados por Ang, Cole e Lin (2000) e Singh e Davidson (2003), com objetivo de medir o índice de custo de agência, utilizam variáveis como a relação das despesas administrativas e as receitas anuais e, a relação entre vendas anuais e ativos totais. Desta forma, serão aplicadas essas variáveis, para medir os índices de custo de agência, com a finalidade de atingir os objetivos propostos nesse estudo.

3 Metodologia

O objetivo desta seção é descrever a metodologia adotada para a elaboração e o desenvolvimento do estudo. Dessa maneira, são apresentadas as seguintes subdivisões: (a) caracterização da pesquisa (Tipologia); (b) população e característica da amostra; (c) variáveis de estudo; e (d) procedimento de coleta e de análise dos dados.

3.1 Caracterização da Pesquisa

Quanto aos objetivos da pesquisa, adotou-se a pesquisa descritiva, uma vez que busca descrever os principais aspectos relacionados aos níveis de GC e custos de agência. Quanto aos tipos de procedimentos, o estudo utiliza a pesquisa bibliográfica e documental, pois utiliza artigos científicos, teses, revistas, livros, relatórios financeiros, estatutários e códigos de governança. Quanto à abordagem, o enfoque do estudo é quantitativo, pois tem como objetivo apurar resultados estatísticos através o uso do Teste de Spearman, uma medida de intensidade da correlação entre duas variáveis com níveis de mensuração ordinal, em que as observações são organizadas em séries ordenadas (Martins, 2006).

3.2 População e Amostra

A população é composta pelas empresas listadas no Índice Brasil Bovespa (IBrX 100) no ano de 2020. Tal índice é uma carteira de ativos composta pelos 100 ativos mais negociados e representativos da Brasil Bolsa Balcão (B3, 2020). A escolha da amostra se justifica pelo fato dessas empresas atraírem mais investidores e por ter um capital pulverizado. Desta forma, entende-se que os custos de agência são maiores para minimizar os possíveis conflitos entre agente e principal. A amostra utilizada é composta por 76 companhias, conforme o quadro 2.

Quadro 2 - Seleção da amostra

Companhias abertas incluídas na carteira do IBrX 100 em abril de 2021	100
---	-----

(-) Companhias financeiras pertencentes ao setor “Bancos e seguradoras”	(18)
(-) Companhias que não possuem informações suficientes	(6)
(=) Número final de companhias incluídas no estudo	76

Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

Foram retiradas da amostra as seguintes empresas: B3, Brasil, Bradesco-BBDC4, Bradesco-BBDC3, BB seguridade, BTGP Banco, BR Malls Par, Banrisul, Cielo, Iguatemi, IRB Brasil RE, Itaú SA, Itaú Unibanco, Multiplan, Porto Seguro, Santander BR, Sul América e Bradespar, por se tratarem de companhias financeiras e seguradoras, pois estes setores possuem legislação diferenciada e específica para realizar suas atividades, bem como as empresas Copasa, Fleury, Marfrig, AES Tietê, Eletrobrás e São Martinho por não disponibilizar informações suficientes para realizar o estudo.

3.3 Variáveis de Estudo

Nesta seção foram estabelecidas as variáveis utilizadas para obter os resultados do estudo, conforme apresenta o quadro 3.

Quadro 3 -Variáveis do estudo

Variáveis	Proxies	Pressupostos	Fonte
Níveis de Governança	(1) Nível Novo Mercado (0) Demais níveis de Governança	Quanto maior o nível de GC, maior os custos de agência.	Gotaç, Montezano e Lameira (2015)
Custo de agência 1: Giro do Ativo (GA)	GA = Receita total de vendas / Ativo total	Quanto maior o giro dos ativos, maior a eficiência na aplicação dos recursos pelos gestores, assim os custos de agência serão menores.	Ang <i>et al.</i> (2000)
Custo de agência 2: Relação de despesa Administrativas (RDV)	RDV = Relação de despesa administrativas/ Receita total de vendas	Quanto maior for as despesas administrativas, maiores serão os custos para eliminá-las.	Singh e Davidson (2003)
Tamanho	Ln Ativo Total	Quanto maior a empresa, menores os custos de agência.	Clarkson, Li, Richardson, & Vasvari (2008) e Ang <i>et al.</i> (2000)

Fonte: Elaborado pelo autor (2021)

Utilizou-se as variáveis calculadas pelo Giro do Ativo e pela Relação de despesa Administrativas, tendo como base os estudos de Anget *et al.* (2000) e Singh e Davidson (2003), para medir os índices de custos de agência, conforme a eficiência empresarial. Adicionalmente foi utilizado *proxies* tendo como base estudos de Gotaç *et al.* (2015), para identificar os diferentes níveis de governança. Dessa forma, (1) representa o nível de governança Novo Mercado e (0) representa os demais níveis de governança (ou ainda a ausência de governança). Por fim foi utilizada a variável tamanho, que utiliza o logaritmo natural do ativo total para medir o tamanho da companhia, tal qual Clarkson *et al.* (2008).

3.4 Procedimentos de Coleta e de Análise dos Dados

A coleta de dados deu-se por meio de dados secundários, através do banco de dados do *site* ComDinheiro®, onde se capturou as variáveis para realização dos cálculos das duas medidas de Custos de agência (GA e RVD), bem como por meio do *site* da B3 (onde coletou-se os níveis de governança de cada empresa), referente ao ano de 2020. Para a análise dos dados utilizou-se no estudo a análise de correlação de *Spearman*, com o auxílio do *Software SPSS*, para identificar a correlação existente entre as variáveis.

4 Análise e Apresentação dos Resultados

Nesta seção apresentam-se os resultados obtidos a partir da análise dos dados das 76 companhias listadas na carteira do IBRX 100. Os resultados estão dispostos nos seguintes tópicos: i) Nível de Governança nas empresas estudadas; ii) Estatística descritiva; e iii) Análise da correlação entre níveis de governança e custos de agência.

4.1 Níveis de Governança nas empresas estudadas

Esta seção apresenta a frequência e o percentual dos níveis de governança corporativa das 76 empresas estudadas, conforme apresenta o quadro 4:

Quadro 4 - Nível de governança de empresas que compõem o IBRX 100

Nível	Frequência	Percentual
Tradicional	3	4
1	13	17
2	11	14
Novo Mercado	49	64
Total	76	100

Fonte: Dados da pesquisa (2021)

De acordo com a análise, 49 empresas aderiram ao Novo Mercado, se tonando o nível de maior adesão entre as empresas do IBRX 100, o qual representa 64% do total, enquanto o Nível 1 e o Nível 2 representam respectivamente 17% e 14%. Por fim o Nível Tradicional, representa 4% com 3 empresas, se caracterizando como o nível de menor adoção entre as empresas da amostra.

Os achados indicam que as empresas possuem preocupações com a adoção de GC, visto que adotam em sua maioria o NM, que representa o maior nível de GC. Se as empresas que aderem ao NM, que é o nível mais exigente de GC, fortalece a imagem da companhia e transmite maior segurança aos seus investidores (Tavares & Penedo, 2018).

4.2 Estatísticas descritivas

Nesta seção serão apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis estudadas. Foram observados 76 elementos (76 companhias durante o ano de 2020), tendo como variáveis dependentes, os custos de agência, calculado pelo Giro do Ativo (GA) e pela Relação entre as Despesas operacionais e as Vendas Totais (RDV). O quadro 5 apresenta as variações mínimas e máximas, as médias e o desvio-padrão de cada variável.

Quadro 5 - Estatísticas descritivas das variáveis do estudo (n=76)

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
GA	0,11	3,86	0,77	0,75
RDV	0,01	0,41	0,23	0,29
Nível de GC	-	-	-	-
Tamanho	13,79	20,57	16,54	1,27

Fonte: Dados da pesquisa (2021)

Analisando o quadro 5, quanto a primeira variável relacionada aos custos de agência -o Giro do Ativo (GA) - o valor oscila de 0,11 (valor mínimo) até 3,86 (valor máximo), indicando que existe uma empresa que para cada R\$1,00 investido no ativo, vende R\$ 0,11, e no máximo, têm-se uma empresa que, para cada um real investido, vende RS 3,86. No geral, quanto a média da variável GA, verifica-se o valor de 0,77, indicando que para cada R\$ 1,00 investido, as

empresas conseguem vender R\$ 0,77, revelando que a maioria das empresas em análise possuem baixo giro de ativo, ou seja, baixa eficiência em tornar os ativos investidos em valores de vendas. Além disso, com base no valor do desvio padrão para essa variável, 0,75, notou-se uma relativa dispersão dos dados.

Quanto a segunda variável, que captura a relação entre despesas administrativas e receitas de vendas totais (RDV), o valor mínimo é 0,01 e o máximo 0,41, indicando, no mínimo, que uma empresa para cada R\$1,00 vendido, gasta R\$ 0,01 com despesas administrativas e no máximo, percebe-se uma empresa que, para cada R\$ 1,00 vendido, consome R\$ 0,41 de despesas administrativas. Analisando a média da variável, verifica-se um valor de 0,23. Quanto a dispersão, verificada pelo desvio-padrão, se percebeu uma dispersão consoante a média, entre os valores de RDV das empresas, ou seja, 0,29.

A variável tamanho, cujo valor de cada empresa foi obtido pelo \ln do ativo total, o valor oscila de 13,79 (mínimo) até 20,57 (máximo) e tem como média o valor de 16,54 considerando um desvio-padrão de 1,27. Assim, demonstrando que a maioria das empresas estão mais próximas do valor mínimo, ou seja, possuem portes menores.

4.3 Análise da correlação entre níveis de governança e Custos de agência

Nessa seção, utilizou-se o teste de correlação de *Spearman* para quantificar a correlação das variáveis estudadas. O quadro 6 apresenta as variáveis.

Quadro 6 - Correlação entre variáveis (n=76)

Variáveis	Variável: GA (Coeficiente) <i>P-value</i>	Variável: RDV (Coeficiente) <i>P-value</i>	Variável: TAMANHO (Coeficiente) <i>P-value</i>
Nível de Governança	(0,165) 0,153	(0,202) 0,08*	(-0,383) 0,01***
Tamanho	(-0,123) 0,291	(-0,441) 0,000***	-

Nota: * A correlação é significativa ao nível de 10% (teste bicaudal) ** A correlação é significativa ao nível de 5% (teste bicaudal); *** A correlação é significativa no nível de 1% (teste bicaudal)

Fonte: Dados da Pesquisa (2021)

De acordo com o quadro 6, a correlação analisada entre o nível de governança e o Giro do Ativo (GA) apresentou relação positiva, mas não significativa. No que se refere a relação de nível de governança e a relação de despesas administrativas (RDV), o coeficiente apresentou relação positiva e significativa, com *p-value* ao nível de 10%, indicando que quanto maior for o nível de governança da empresa, maior são as despesas administrativas e, como consequência, maiores são os custos de agência.

Desta forma, esse estudo encontra-se alinhado ao estudo de Wang, Lu e He (2011), em que os custos de agência aumentam em decorrência das práticas de governança corporativa, pois para sua adoção é necessário incorrer em custos constantes, tais como custos para manter o controle, incentivar colaboradores, melhorar a gestão e para divulgar de informações.

No que se refere a relação de nível de governança e tamanho, o coeficiente apresentou relação negativa e significativa ao nível de 1%, revelando que quanto menor a empresa, maior é o nível de GC, o que pode indicar que as empresas menores aderem aos níveis mais avançados de governança, buscando uma melhor imagem, crescimento e uma melhor gestão.

Observou-se também a correlação negativa, mas não significativa entre GA e tamanho. Por outro lado, notou-se a relação negativa e significativa, ao nível de 1%, entre tamanho e RDV, ou seja, quanto maior a empresa, menores são as despesas administrativas e consequentemente menores são os custos de agência. O resultado verificado pode ser explicado,



conforme Ang *et al.* (2000), em razão de o tamanho indicar a diversificação das transações e indicar a otimização no uso dos ativos, em razão das economias de escala e parcerias entre os negócios. Desta forma, empresas de maior porte são mais alavancadas financeiramente, sendo assim tal fator pode restringir o acesso ao caixa pelos gestores, resultando em menores custos de agência.

5 Considerações Finais

Esta pesquisa objetivou verificar a relação entre a participação das empresas em níveis de governança corporativa e custos de agência das empresas listadas no IBrX 100. Os principais resultados revelaram relação positiva, mas não significativa entre os níveis de governança das empresas e Giro do ativo (GA). No entanto, no que se refere a relação de nível de governança e a relação de despesas administrativas (RDV), o coeficiente apresentou relação positiva e significativa, ao nível de 10%, indicando que quanto maior é o nível de governança da empresa, maior são as despesas administrativas e, como consequência, maiores os custos de agência. Desta forma, o estudo encontrou resultado oposto a pesquisa realizada por Gotaç *et al.* (2015), que constataram que os níveis de GC não tem efeito sobre as despesas discricionárias, indicando novas perspectivas na literatura nacional sobre a temática.

Na correlação entre nível de GC e tamanho, verificou-se a existência de relação negativa e significativa, ao nível de 1%, indicando que quanto menor a empresa, maior será o nível de governança adotado. Notou-se também a correlação negativa, mas não significativa entre GA e tamanho. No entanto, observou-se relação negativa e significativa, ao nível de 1%, entre tamanho e RDV, ou seja, quanto maior a empresa, menores são as despesas administrativas e consequentemente menores são os custos de agência.

Contudo, foi possível constatar que, quanto maior é o nível de governança, maiores são também os custos de agência, visto que as empresas que aderem a maiores níveis de GC, incorrem em vários custos de forma a se enquadrar nas exigências propostas e de maneira a monitorar, gerir e prestar contas de informações. Ademais, constatou-se as empresas que adotam níveis elevados de GC são aquelas que possuem porte menor (medido pelo *Ln* do ativo), sendo por isso também que elas possuem maiores custos de agência.

A limitação do estudo deve-se ao fato do tema Governança Corporativa ser abrangente e as variáveis que se relacionam com custos de agência serem numerosas. Desta forma, o estudo limitou-se a duas formas de medir os custos de agência, GA E RVD, como também às empresas listadas no IBrX 100. Por fim, sugere-se como pesquisas futuras, a ampliação de horizonte temporal, observar outras amostras de empresas listadas na B3, e o uso de outras medidas para analisar o custo de agência das empresas.

Referências

- Ang, J.S., Cole, R.A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, v. 55, n., 1, p 81-106.
- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the Dots bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *The Academy of Management Annals*, v.9, n.1, p.483-573.
- Bedicks, H. (2009). *Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil*. 1. ed. São Paulo: Saint Paul Editora.
- Bianchi, M. (2005). *A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente*. 2005. Dissertação



(Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo.

- Black, B. S., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v.20, n. 11.
- Brasil, Bolsa Balcão (B3). (2021). *Segmentos de listagem*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm> Acesso em 03 de março de 2021.
- Brasil, Bolsa Balcão (B3). (2021). *Índice Brasil 100 (IBrX-100)*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm> Acesso em: 03 de abril de 2021.
- Correia, L. F., & Amaral, H. F. (2008). Arcabouço Teórico para os Estudos de Governança Corporativa no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, v.15, n. 3, p.1-10.
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G.D., & Vasvari, F.P. (2008). Revisiting the Relation Between Environmental performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis. *Accounting, Organizations and Society*, v.33, p.303–327.
- Frezatti, F., Rocha, W., Nascimento, A.R., & Junqueira, E. (2009). *Controle Gerencial: uma abordagem da contabilidade gerencial no contexto econômico, comportamental e sociológico*. São Paulo: Atlas.
- Gil, A. C. (2017). *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. 6. Ed. São Paulo: Atlas.
- Gotaç, D. F., Montezano, R. M. S., & Lameira, V. J. (2015). Governança corporativa e custo de agência nas empresas com influência governamental. *Revista eletrônica sistemas e gestão*, v.10, n.3, p. 408-425.
- Hendricksen, E. S., & Van Breda, M. (1999). *Teoria da contabilidade*. 1. ed. São Paulo: Atlas.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo: Bovespa. Disponível: <[http:// www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em: 08 de abril de 2021.
- 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.4, p.305-360.
- Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm> Acesso em: 04 de março de 2021.
- Martins, G.A. (2006). *Estatística geral e aplicada*. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- Miranda, T.C. (2010). *Governança corporativa numa perspectiva histórica: História da firma gerencial às corporações financeiras*. 2010. 139f. Tese (doutorado em economia) Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas. 2010.
- 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.
- Oliveira, A. T. A., Lucena, W. G. L., Pereira, M, L., & Camara, R, P, B. (2016). *Governança corporativa: um estudo da relação entre custo de agência e conselho de administração nas*



empresas listadas no IBrX-100. In: XXIII Congresso Brasileiro de Custos (CBC), Porto de Galinhas.

Organisation for Economic Co-Operation and Development (2004). *Principles of Corporate Governance*. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em: 19 de março de 2021.

Richardson, R. J. (2017). *Pesquisa Social: métodos e técnicas*. 4. Ed. São Paulo: Atlas.

Sato, F. R. L. (2007). A teoria da agência no setor da saúde: o caso do relacionamento da agência nacional de saúde suplementar com as operadoras de planos de assistência supletiva no Brasil. *Revista Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 41, n. 1 p. 49-62.

Singh, M., Davidson, & W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, n.27, p. 793- 816.

Silva, H.H.A, Oliveira, A.T.A., Melo, L.S.A., & Luz, J.R.M. (2018). Análise comportamental dos custos de agência em instituições financeiras brasileiras. *REUNIR Revista de Administração, Ciências Contábeis e Sustentabilidade*, v.8, n. 3, p. 22-30.

Stevenson, W. J. (2001). *Estatística Aplicada à Administração*. 1. ed. São Paulo: Editora Harbra.

Szmrecsányi, T. J. M. K. (2001). Esboços de História Econômica da Ciência e da Tecnologia. In: Soares, Luiz Carlos (Org.) *Da Revolução Científica à Big (Business) Science*. São Paulo: Hucitec, pp. 155-200.

Tavares, V. B., & Penedo, A. S. T. (2018). Níveis de Governança Corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas – uma análise por meio de redes neurais artificiais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 21 · n. 1 · p. 40-62.

Wang, J., Lu, G., He, P. (2011). Study on the Relationship Between Agency Costs and Governance Mechanisms: Evidence from China's A-share Listed Companies. *M & D Forum*.