

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – PPGCC
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

DAVID NUNES DE MEDEIROS

**ANÁLISE DA RELAÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA COM O
CONSERVADORISMO CONTÁBIL E COM AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

**João Pessoa
2017**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – PPGCC
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

DAVID NUNES DE MEDEIROS

**ANÁLISE DA RELAÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA COM O
CONSERVADORISMO CONTÁBIL E COM AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC UFPB).

Linha de Pesquisa: Usuários Internos

Orientador: Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena.

João Pessoa
2017

M488a Medeiros, David Nunes de.

Análise da relação dos custos de agência com o conservadorismo contábil e com as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA / David Nunes de Medeiros.- João Pessoa, 2017.

61 f.

Orientador: Profº. Drº. Wenner Glaucio Lopes Lucena.
Dissertação (Mestrado) – UFPB/CCSA

1. Contabilidade. 2. Custo de Agência. 3. Conservadorismo Contábil. 4. Governança Corporativa. I. Título.

UFPB/BC

CDU: 657(043)

DAVID NUNES DE MEDEIROS

Dissertação apresentada, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC UFPB).

Aprovada em _____ de _____ de 2017.

COMISSÃO EXAMINADORA

Wenner Glaucio Lopes Lucena
Orientador Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal da Paraíba



Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Examinador Interno - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal da Paraíba

Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva
Examinador Externo - Programa de Pós-Graduação em Administração
Pontifícia Universidade Católica do Paraná

A Deus, à minha família, à minha namorada e a quem acredитou em mim.

AGRADECIMENTOS

Começo agradecendo a Deus, pois ele que me deu a vida e me abençoa sempre. Ele age na minha vida de forma intensa, colocando anjos no meu caminho e me guiando nos momentos difíceis.

Também a toda a minha família, principalmente a meu Pai, minha Mãe e minha Irmã, por todo apoio e palavras de empenho em todas as fases da minha vida. À minhas Tias e Tios, minha Avó e meus Primos, pois todos contribuíram do jeito que puderam para que eu pudesse chegar neste momento de agradecimento.

A minha namorada Rayssa por me aguentar no período mais estressante da minha vida, por nunca desacreditar de mim, por me dar broncas na hora certa e por ser tão inspiradora. Sem você eu certamente não teria conseguido, pois empenhaste tantas palavras, que me deram forças para continuar essa jornada árdua.

A todos que fizeram a turma do Centro de Capacitação Agrocomunitária – CCA enquanto morei em Princesa Isabel, de 2003 a 2009, em especial as Irmãs Terezinha, Wilma e Adenice, as quais me estimularam e sempre me mostraram o quanto grande e bom o mundo pode ser quando agimos de bom grado para com o próximo, e que não podemos esquecer as nossas origens.

Aos professores do PPGCC, Orleans, Edilson, Felipe, Paulo Roberto, Paulo Aguiar, Renata, e em especial ao meu orientador Wenner, principalmente por ter me aberto os olhos, ainda na época da graduação, da grande oportunidade que é poder fazer um mestrado, e cá estou.

A todos os colegas e amigos do curso, em especial a Thiago, Raul, Ronaldo e Filipe, por todo o companheirismo nos momentos de aperreio.

Também ao amigo André Marinho por todas as ajudas.

Aos meus amigos e colegas do trabalho, que sempre me apoiaram e mantiveram as garrafas de café cheias, afinal eles foram tão meus companheiros quanto o sono nessa história.

Ao meu chefe, por ter permitido que eu continuasse no emprego, mesmo em horário reduzido.

E a todos que mesmo que indiretamente me fizeram chegar até aqui, desde quando saí de Princesa Isabel em 2010, largando uma vida simples, de muito trabalho, dificuldades e lutas, para realizar o sonho de um Pai agricultor e de uma Mãe agente comunitária de saúde, os quais merecem a cada dia mais o meu obrigado, a minha gratidão. Estar aqui é um sonho de uma família inteira que se realizou, por isso lhes agradeço.

Valar Dohaeris

RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação existente entre o custo de agência com o conservadorismo contábil e com as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. Para atingir o objetivo foram utilizados dados das demonstrações financeiras padronizadas anuais e formulários de referência. A amostra da pesquisa compreende 239 empresas não-financeiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2015 que integraram o último IBrX 100 divulgado em cada ano. Foi empregado o modelo de Khan e Watts (2009) para o cálculo do C-Score, métrica que indica quão conservadora foi determinada empresa em determinado ano. As Práticas de Governança Corporativa utilizadas foram a Dualidade de funções do CEO e *Chairman*, Independência do Conselho de Administração, Tamanho do Conselho de Administração, Remuneração do Conselho de Administração e a participação no Novo Mercado. O custo de agência foi calculado com base em Ang, Cole e Lin (2000), Singh e Davidson (2003) e McKnight e Weir (2009), por meio das variáveis denominadas nesta pesquisa como Giro do Ativo e Ineficiência nos Gastos. Foram testadas seis hipóteses com base na literatura existente sobre os assuntos abordados. Os dados foram estimados por regressão quantílica, e as hipóteses foram testadas em 5 quantis da distribuição, visando coletar maiores detalhes sobre a influência de cada variável estudada na amostra. Os resultados da pesquisa mostraram que quando os custos de agência foram analisados por meio do Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil foi determinante para a redução destes custos, mostrando-se uma ferramenta importante para a gestão da empresa, corroborando com Chi, Liu e Wang (2009). Em contrapartida, a adesão às Práticas de Governança Corporativa não foi significativamente importante para reduzir os custos de agência da utilização ineficiente das receitas para a geração de ativos. Quando o custo de agência foi medido pela relação entre as Despesas Administrativas e as Receitas Totais, apenas o fato de estar no Novo Mercado foi determinante para a redução desses custos.

Palavras-Chave: Custo de Agência; Conservadorismo Contábil; Governança Corporativa.

ABSTRACT

This research had the objective of analyzing the relationship between agency cost and accounting conservatism and with the corporate governance practices of public companies listed on BM&FBOVESPA. To achieve the objective, data from the annual standardized financial statements and reference forms were used. The survey sample comprises 239 non-financial companies listed on the BM&FBOVESPA in the period from 2010 to 2015 that were part of the latest IBrX100 released each year. The model of Khan and Watts (2009) was used to calculate the C-Score, a metric that indicates how conservative a firm was in a given year. The Corporate Governance Practices used were the Duality of functions of the CEO and Chairman, Independence of the Board of Directors, Size of the Board of Directors, Remuneration of the Board of Directors and participation in the New Market. The agency cost was calculated based on Ang, Cole and Lin (2000), Singh and Davidson (2003) and McKnight and Weir (2009), using the variables denominated in this research as Asset Turning and Cost Inefficiency. Six hypotheses were tested based on the existing literature on the subjects discussed. Data were estimated by quantum regression, and hypotheses were tested in five quantiles of the distribution, aiming to collect more details about the influence of each variable studied in the sample. The results of the research showed that when agency costs were analyzed through the Asset Turnover, Accounting Conservatism was determinant for the reduction of these costs, proving to be an important tool for the management of the company, corroborating with Chi, Liu and Wang (2009). On the other hand, adherence to Corporate Governance Practices was not significantly important in reducing agency costs from the inefficient use of revenues to generating assets. When agency cost was measured by the relation between Administrative Expenses and Total Revenues, only the fact that it was in the Novo Mercado was determinant for the reduction of these costs.

Keywords: Agency Cost; Accounting Conservatism; Corporate Governance.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Composição das variáveis do custo de agência.....	21
Quadro 2 - Justificativa das Variáveis do C_Score e G_Score	25
Quadro 3 - Níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo	27
Quadro 4 - Detalhamento da Amostra Estudada	38
Quadro 5 - Resumo Metodológico da Pesquisa.....	41
Quadro 6 - Variáveis do Estudo	41
Quadro 7- Sinais Esperados para os coeficientes do Modelo que mede a relação entre o Custo de Agência medido pelo Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa de 2010 a 2015	47
Quadro 8 - Sinais Esperados para os coeficientes do modelo que mede a relação entre o Custo de Agência medido pela Ineficiência nos Gastos, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa de 2010 a 2015	51

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Estatísticas Descritivas das Variáveis de 2010 a 2015	44
Tabela 2 – Estimativa dos Coeficientes de Correlação de Pearson	45
Tabela 3 - Resultado da Relação entre o Custo de Agência medido pelo Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa de 2010 a 2015	46
Tabela 4 - Resultado da Relação entre o Custo de Agência medido pela Ineficiência nos Gastos, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa de 2010 a 2015	51

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	12
1.1	Problema de Pesquisa.....	15
1.2	Objetivos da Pesquisa.....	15
1.2.1	Objetivo Geral.....	15
1.2.2	Objetivos Específicos.....	16
1.3	Justificativa	16
2.	REFERENCIAL TEÓRICO EMPÍRICO	18
2.1	Teoria da Agência	18
2.1.1	Custos de Agência.....	21
2.2	Conservadorismo Contábil	22
2.2.1	Escore de Conservadorismo Contábil	23
2.2.1.1	Hipótese.....	26
2.3	Práticas de Governança Corporativa	27
2.3.1	Independência do Conselho de Administração.....	30
2.3.2	Dualidade de Funções do CEO e <i>Chairman</i>	31
2.3.3	Tamanho do Conselho	32
2.3.4	Remuneração dos Executivos	32
2.4	Evidências Empíricas	33
3.	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	37
3.1	Amostra e Dados	37
3.2	Tratamento dos Dados	38
3.3	Variáveis Utilizadas.....	41
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS	43
4.1	Estatísticas Descritivas e Correlação	43
4.2	Análise dos Resultados Estatísticos dos Modelos Econométricos que medem a relação entre o Custo de Agência, o Conservadorismo Contábil e as Práticas de Governança Corporativa	45
4.2.1	Análise da Relação entre o Custo de Agência medido pelo Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa.....	45
4.2.2	Análise da Relação entre o Custo de Agência medido pela Ineficiência nos Gastos, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa.....	50
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	54

5.1	Limitações da Pesquisa	54
5.2	Sugestões para Pesquisas Futuras.....	55
REFERÊNCIAS		56

1. INTRODUÇÃO

Diante da alta competitividade que as empresas enfrentam nos diversos mercados financeiros em que atuam, cabe aos CEOs (*Chief Executive Officer*) administrar os recursos da melhor forma possível. Os CEOs são os gestores responsáveis pelas estratégias abordadas na empresa, e trabalham tanto para suprir as necessidades gerenciais da companhia, quanto para preencher a expectativa depositada em si, pelo conselho de administração e investidores.

Como os gestores são os encarregados das tomadas de decisões, a informação contábil se constitui um ponto importante para a execução das suas atividades, pois pode subsidiar melhor gestão de custos, escolhas de financiamentos, análise de desempenho e performance, assim como o estabelecimento de planos estratégicos que ajudem a maximizar o valor da empresa (WATTS; ZIMMERMAN, 1990).

Desde 2011 a informação contábil utilizada pelos gestores, investidores e analistas sofreu mudanças pontuais de cunho qualitativo em relação as suas características, conforme o “Pronunciamento CPC 00 - Estrutura Conceitual Para Elaboração e Divulgação de Relatórios Contábil-Financeiro”, emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, o qual harmonizou os padrões contábeis brasileiros aos padrões contábeis estabelecidos por órgãos que desenvolvem e emitem um conjunto de normas contábeis para grandes economias, como o *International Accounting Standards Board* – IASB e o *Financial Accounting Standards Board* – FASB.

Segundo o CPC 00, as características qualitativas da informação contábil são categorizadas em características qualitativas fundamentais e em características qualitativas de melhoria. Entre as alterações proferidas pelo CPC no pronunciamento citado anteriormente, a característica “Prudência (Conservadorismo)” foi retirada do corpo das características da qualidade da informação contábil pelo fato de que IASB, FASB e diversos pesquisadores terem confrontado a consistência da característica da prudência, alegando que suas particularidades vão em confronto com a neutralidade e que na existência da prudência, ativos podem ser avaliados a menor e passivos a maior, além de que, as empresas podem divulgar resultados menores no presente e maiores resultados em períodos futuros.

Mesmo com a exclusão do conservadorismo do corpo de características das informações contábeis do CPC em 2011, algumas pesquisas identificaram a presença de conservadorismo contábil em algumas empresas brasileiras, são os casos de Santos et al. (2011), Silva (2013) e Silva, Paulo e Silva (2016).

As pesquisas feitas sobre o conservadorismo contábil se utilizam principalmente de dados financeiros, entretanto, o conservadorismo advém da ação humana. Bliss (1924), por exemplo, tem uma visão amplamente utilizada a respeito do conservadorismo, e o cita como: “anticipar nenhum lucro, mas antecipar todas as perdas”. Diante dessa afirmação, o conservadorismo contábil busca dar mais confiabilidade e veracidade a informação contábil que é base para as demonstrações contábeis e tomada de decisões, atuando de forma mais cuidadosa nas empresas a fim de resguardar o patrimônio dos investidores, prezando pela continuidade das companhias.

O conservadorismo contábil, de forma geral, pode ser detalhado em quatro fatores, sendo eles: o monitoramento dos contratos; a probabilidade de ocorrência de litígios; o impacto tributário; e as consequências da regulação contábil no ambiente empresarial (WATTS, 2003). Juntos, esses fatores corroboram para o conhecimento da presença ou ausência de conservadorismo em uma empresa. Especificamente, o monitoramento dos contratos e os litígios podem estar atrelados às ações dos gestores das companhias, pois essas duas facetas do conservadorismo são mais suscetíveis a influência da gestão.

Para melhor elucidar, Jensen e Meckling (1976) explicaram que nos contratos firmados entre acionistas (principal) e gestores (agente), onde são delegadas as tarefas do agente, o principal repassa sua autonomia esperando que o agente cumpra com o estabelecido e que aja na melhor das intenções em busca do cumprimento do contrato.

Porém, nem sempre as duas partes do contrato terão o mesmo nível de informações a respeito da empresa, uma vez que, o agente normalmente estará mais munido de informações que o principal, então, nesse sentido, conforme Basu (1997), Watts (2003b) e Silva (2016), o surgimento do conservadorismo estará atrelado aos contratos firmados, pois atua como minimizador do risco moral da relação, a exemplo do fato de poder conter o comportamento oportunista dos executivos que tentam inflar os resultados da empresa para satisfazer acionistas e obter vantagens financeiras por alcançar bons resultados pré-estabelecidos na forma de remuneração variável.

Por outro lado, segundo Watts (2003a), é mais provável que a existência de litígios envolvendo a empresa gerem custos no período que diminuam ativos líquidos. Caso os gestores reportem que haverá lucros não realizados no futuro e que seja necessário, por esta causa, antecipar perdas do futuro no período corrente, os custos de litígio dessa operação deverão ser reconhecidos pelos diversos *stakeholders* (acionistas, credores, investidores, clientes, empregados, governo) que mantém contratos com a empresa, e a gestão da companhia deverá arcar com as consequências desse acontecimento.

Por sua vez, Laux (2010) afirma que tornar os CEOs (*Chief Executive Officer*, ou Diretor Executivo) pessoalmente mais responsáveis, sob o argumento que a maior responsabilização induz os diretores a fazer um melhor trabalho de monitoramento de relatórios financeiros, encaminha todo o conselho de administração a ser também responsável. Neste contexto, o aumento da responsabilidade do CEO também é positivo para o conselho de administração reduzir a parcela de pagamento por desempenho que é dirigida ao mesmo, caso esses CEOs aumentassem os resultados no período. A explicação para isso é que, diminuir a remuneração por desempenho desincentiva o mesmo a se engajar em manipulação de resultado para aumentar sua remuneração, o que poderia acontecer caso houvesse reconhecimento antecipado de receitas, fato que não é conservador.

Por outro lado, esta redução na remuneração variável do CEO, por sua vez, afeta a qualidade do monitoramento. Intuitivamente, se o CEO tem incentivos mais fracos para gerenciar resultados, haverá, para ele, menor necessidade de monitoramento, e esse efeito indireto no monitoramento pode ser suficientemente forte para superar o fato de ser responsável, resultando em um declínio na supervisão (LAUX, 2010). Assim, uma redução no monitoramento por parte dos executivos, pode ser refletido em má alocação e utilização dos recursos da empresa, o que pode ser considerado um custo de agência (ANG; COLE; LIN, 2000; SINGH; DAVIDSON, 2003; LAUX, 2010).

Desta maneira, ao gerenciar os resultados para aumentar a sua remuneração, os gestores elevam a probabilidade de conflito de agência, o que pode dar origem aos custos de agência, prejudicando a prosperidade financeira a longo prazo da empresa (JENSEN; 1986). Para Beasley, Carcello e Hermanson (1999), os gestores podem manipular os números financeiros das empresas mudando os métodos contábeis, sendo, por exemplo, mais conservadores, influenciando as estimativas e os pressupostos dos saldos das contas contábeis, apropriando-se erroneamente de ativos, registrando receitas de forma irregular, dando oportunidade para o reconhecimento de provisões para devedores duvidosos, etc.

Neste contexto, alinhar os interesses dos gestores e investidores pode ser determinante para o controle e/ou minimização dos custos de agência, e a Governança Corporativa, que é um conjunto de mecanismos que tem o objetivo de mitigar essa disparidade de conteúdo informativo que geram custos por meio dos conflitos de agência, é o meio mais utilizado para enfrentar o problema de agência de diversas empresas (JENSEN, 1986).

Os principais mecanismos de Governança Corporativa utilizados são o conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, política de remuneração, publicação de

relatórios pelas companhias, entre outros. Entretanto, mesmo não sendo considerado um mecanismo de Governança Corporativa, para Yunos, Smith e Ismail (2012), o conservadorismo é um importante instrumento de governança que pode limitar o conflito de agência e otimizar a utilização dos recursos próprios das empresas elevando a relevância dos resultados divulgados, sendo provável que membros do conselho com competências adequadas exijam mais conservadorismo, a fim de fortalecer a Governança Corporativa da empresa.

Tendo em vista que as empresas incorrem em custos de monitoramento da gestão (para controlar a busca pela maximização das suas utilidades) e de má utilização dos recursos, e que o conservadorismo contábil poder ser uma ferramenta de governança corporativa, este estudo analisa a relação existente entre o custo de agência com as práticas de governança corporativa e com o conservadorismo contábil das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.

1.1 Problema de Pesquisa

Sabendo que pesquisas anteriores demonstraram haver conservadorismo contábil em empresas brasileiras (SANTOS et al, 2011; SILVA, 2013; SILVA; PAULO; SILVA, 2016), que o conservadorismo pode ser considerado uma ferramenta para a Governança Corporativa, a qual busca minimizar os custos de agência por meio dos seus mecanismos (YUNOS, SMITH E ISMAIL, 2012; JENSEN, 1986), que as ações conservadoras são praticadas pelos gestores, e que os custos de agência podem ser creditados a sua performance nas empresas (JENSEN, 1986), essa pesquisa tenta responder a seguinte questão:

Qual a relação existente entre o custo de agência com o conservadorismo contábil e com as Práticas de Governança Corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA?

1.2 Objetivos da Pesquisa

1.2.1 Objetivo Geral

Analizar a relação existente entre o custo de agência com o conservadorismo contábil e com as Práticas de Governança Corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.

1.2.2 Objetivos Específicos

Visando atingir o objetivo geral, foram elencados os seguintes objetivos específicos:

- Analisar se estar no Novo Mercado tem uma relação negativa com o custo de agência;
- Averiguar se as empresas com conselhos de administração mais independentes apresentam menores custos de agência;
- Verificar se existe uma relação positiva entre a Dualidade de Funções do CEO e *Chairman* e os custos de agência;
- Examinar se quanto maior o tamanho do conselho, maior será o custo de agência;
- Analisar se quanto maior a remuneração dos executivos, maior é o custo de agência;
- Verificar se quanto maior for o conservadorismo contábil, menor será o custo de agência.

1.3 Justificativa

O conservadorismo contábil pode acontecer de duas formas, a incondicional (entre duas alternativas de mensuração e/ou reconhecimento de eventos, igualmente validas, deve-se escolher a que incorra na menor avaliação do patrimônio dos proprietários) e a condicional (consiste na precaução no exercício dos julgamentos necessários às estimativas em certas condições de incerteza, vinculadas a algum evento econômico) (BASU, 1997; BEAVER; RYAN, 2005). Esta pesquisa trata do conservadorismo condicional, o qual Coelho (2007) associa a ocorrência desse tipo de conservadorismo à prática de governança corporativa como meio de controle do conflito de agência e consequente diminuição dos custos de agência.

Mesmo o conservadorismo contábil não integrando mais o corpo das características da informação contábil estabelecidas no Brasil pelo Comitê dos Pronunciamentos Contábeis - CPC, não é normal esperar que as empresas deixassem de proferir práticas conservadoras, para obedecerem ao CPC de forma cada vez mais devotada, até mesmo por dificuldades de

monitoramento desta ação por parte dos reguladores, fato corroborado por pesquisas brasileiras que afirmaram ter provas da presença de conservadorismo contábil nas demonstrações das empresas, mesmo depois de 2010, como em Santos et al. (2011), Silva (2013), Lima et al. (2015), Silva, Paulo e Silva (2016) e Black e Nakao (2017).

Outro aspecto importante neste contexto é o custo de agência que deriva da relação de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), onde o investidor tenta assegurar maior proteção para si em relação as ações dos gestores, e este mesmo gestor é o responsável por aplicar, ou não, práticas conservadoras na empresa, então, este estudo tenta analisar, também, se existe relação entre as práticas conservadoras e o custo de agência das empresas.

Devido ao custo de agência ter relação direta com a ação dos gestores e as empresas adotarem mecanismos de governança que certifiquem retorno sobre seus investimentos e maior discricionariedade das ações dos gestores, ao analisar os custos de agência verifica-se também, adicionalmente, a necessidade de relacionar esses custos com os mecanismos de governança.

Nesse contexto, as práticas de governança corporativa é representada neste trabalho como o conjunto de métricas que inclui a dualidade de funções entre CEO e *Chairman*, o Tamanho do Conselho de Administração, sua Independência, a remuneração dos CEOs, a participação ou não do Novo Mercado (Nível de Governança Corporativa estabelecido pela BM&FBOVESPA) e o conservadorismo contábil, que será analisado com base no modelo de Khan e Watts (2009), por outro lado, o custo de agência foi medido de duas maneiras, a primeira é uma *proxy* que avalia a utilização ineficiente dos recursos da empresa, e a segunda, que mede os gastos excessivos advindos da gestão das despesas operacionais das companhias, onde as duas métricas foram desenvolvidas e aplicadas por Ang, Cole e Lin (2000) e Singh e Davidson (2003).

Não existem estudos na literatura que já tenham analisado a relação entre os custos de agência avaliados por métricas de eficiência financeira, com enfoque voltado para a gestão da empresa, em relação ao conservadorismo contábil medido pelo modelo de Khan e Watts (2009) e com as Práticas de Governança Corporativa. Desta forma, esta pesquisa tenta preencher esta lacuna na literatura, focando na atuação do gestor quando os custos de agência são atrelados ao conservadorismo contábil e também as práticas de governança.

2. REFERENCIAL TEÓRICO EMPÍRICO

Nesta seção é apresentado o embasamento teórico e empírico que dá suporte à pesquisa, por meio das explanações sobre a Teoria da Agência, os Custos de Agência, a Governança Corporativa e seus mecanismos, e o Conservadorismo Contábil. Ao final da seção foram apresentadas as evidências empíricas de estudos anteriores relacionados aos principais temas discutidos na pesquisa.

2.1 Teoria da Agência

As relações de agência são formalizadas por contratos entre principal e agente, no qual o principal delega poderes e autoridades para que o agente possa desempenhar seu objetivo em busca do aumento da utilidade do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Para Lambert (2001), o ponto inicial dos estudos da Teoria da Agência que a fez atrativa para os pesquisadores da área contábil é que ela permite explicitamente incorporar conflitos de interesse, problemas de incentivo e mecanismos para controlar os problemas de incentivo nos modelos contábeis.

Com os estudos da Teoria de Agência, Jensen e Meckling (1976) perceberam que para a análise dos casos de cada empresa é necessária a inclusão do problema de agência.

Segundo Eisenhardt (1989), a teoria da agência está preocupada em resolver dois problemas que podem ocorrer em relações de agência. O primeiro é o problema de agência que se estabelece quando os desejos ou objetivos do principal entram em conflito com os interesses do agente, fato que torna difícil e oneroso à verificação da atuação do agente, por parte do principal, o que dificulta o estabelecimento de meios efetivos de verificação do comportamento do agente. O segundo é o problema de compartilhamento de risco que surge quando o principal e o agente têm diferentes atitudes em relação ao risco. O problema neste caso é que o principal e o agente podem preferir diferentes atitudes por serem avessos ou propensos ao risco. Para o enfoque desta pesquisa apenas o primeiro problema de agência se encaixa.

Para Moura et al (2014), mesmo o agente sendo contratado para agir de forma a maximizar a riqueza do principal, ele não deixaria de ter e perseguir seus próprios interesses. Desta forma, quando estabelecida a relação de agência, as decisões empreendidas dentro de uma empresa tenderiam a ser conflituosas, pois é necessário considerar também a função de utilidade do agente, levando em conta que é isso que motiva suas ações, uma vez que, o

agente, ao visar seus próprios interesses, empreenderia ações que poderiam não atender aos objetivos do principal, configurando o primeiro problema de agência destacado por Eisenhardt (1989).

Levando em consideração os problemas de agência, Lambert (2001) afirma haver razões típicas para os conflitos de interesse entre principal e agente, os quais incluem (i) aversão ao esforço pelo agente, (ii) o agente pode desviar recursos para consumo ou uso privado, (iii) diferentes horizontes temporais, por exemplo, o agente está menos preocupado sobre o efeito nos períodos futuros das suas atuais ações periódicas porque ele não espera estar na empresa ou o agente está preocupado sobre como suas ações irão afetar as avaliações dos outros sobre suas habilidades, o que afetará sua remuneração no futuro, ou (iv) diferente aversão ao risco por parte do agente.

A terceira razão citada por Lambert (2001), sobre os horizontes temporais, vai de encontro com o estabelecido por Laux (2010), que orienta que o CEO mais responsável monitora melhor, e consequentemente terá melhor reputação, indicando a preocupação com sua carreira, fato que ocorre normalmente com os membros externos que participam do conselho de administração (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003).

Conforme Jensen e Meckling (1976), na maioria dos relacionamentos entre o principal e o agente incorrerá em custos de monitoramento, justamente por causa dos diversos tipos de conflitos de interesses existentes nas relações internas das empresas, e, além disso, haverá alguma divergência entre decisão do agente e decisões que maximizam o bem-estar do principal. O equivalente da redução no bem-estar experimentado pelo principal como um resultado desta divergência é também um custo da relação de agência, como a perda residual. Esse contrato de agência é definido como a soma dos custos entre:

- As despesas de monitoramento por parte do diretor;
- As despesas de relacionamento por parte do agente;
- A perda residual.

Para isso, a teoria da agência foi dividida por Jensen (1983) em duas linhas de pesquisa: positivista e agente-principal, cada uma com um enfoque especial.

Eisenhardt (1989) defendeu que, os pesquisadores positivistas têm-se centrado na identificação de situações em que o principal e agente são capazes de ter objetivos conflitantes e, em seguida, descrevendo os mecanismos de governança que limitam comportamento de interesse próprio do agente.

Para Watts e Zimmerman (1990) e Lopes e Martins (2012), a pesquisa positiva tem seus focos específicos que são, (1) reação do mercado, (2) remuneração dos gestores, (3) ambiente regulatório, escolhas contábeis para divulgação de informações, entre outros. Para proferir a análise, os pesquisadores também tentam prever e explicar os eventos estudados, com ênfase nas decisões operacionais, de financiamento e investimento.

Já os pesquisadores da teoria agente-principal estão preocupados com uma teoria geral da relação, uma teoria que pode ser aplicada a empregador-empregado, advogado-cliente, o comprador-fornecedor, e outras relações de agência, mediante Harris & Raviv (1978). Como característica da teoria formal, o paradigma principal-agente envolve especificação cuidadosa de pressupostos, que são seguidos por dedução lógica e prova matemática.

Para Eisenhardt (1989), em comparação com a corrente positivista, a agente-principal é abstrata e matemática e, portanto, menos acessível para estudiosos das organizações. Além disso, a corrente principal-agente tem um enfoque mais amplo e maior interesse em implicações teóricas gerais. Em contraste, os autores positivistas têm-se centrado quase que exclusivamente sobre o caso especial da relação proprietário/CEO na grande corporação.

Entretanto, independente da linha de pesquisa, segundo Lambert (2001), a teoria da agência tem gerado percepções sobre questões relativas à contabilidade financeira e auditoria, todavia, de longe, suas maiores contribuições têm sido à contabilidade gerencial. Então, tanto o lado de remuneração dos gestores (teoria positiva), quanto as relações entre empregado-empregador (teoria agente-principal), por exemplo, estão abarcadas na contabilidade gerencial, que busca dar subsídios aos gestores para a tomada de decisões de forma efetiva e eficiente.

Diante disso, os sistemas contábeis produzem várias medidas de desempenho financeiro com base em custos, receitas e lucros, e algumas dessas medidas são capazes de avaliar os custos de agência, por exemplo (ANG; COLE; LIN, 2000).

Nesse momento surge a questão de como melhor medir o desempenho, pois isto pode influenciar diretamente sistemas contábeis, de mensuração, e de desempenho, entre outros que possam afetar o relacionamento dos membros que atuam nas entidades. Desta forma, a teoria da agência dá subsídio para alinhar os interesses que existem no relacionamento das partes que compõem a empresa, e determinar os custos de agência de cada entidade, justamente pela sua importância na ótica financeira e gerencial (LAMBERT, 2001).

2.1.1 Custos de Agência

Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência surgem em qualquer situação que envolva esforço cooperativo por duas ou mais pessoas, mesmo que não haja nenhum relacionamento claro entre agente e principal. O principal pode limitar as divergências referentes aos seus próprios interesses, alinhando-os por meio da aplicação de incentivos adequados para o agente, incorrendo em custos de monitoramento visando a limitação de atividades irregulares por parte do contratado.

As precauções estabelecidas pelo principal ocorrem como um meio de prever possíveis acontecimentos que se configurem em prejuízo, ou, ainda que o agente promova ações prejudiciais, o principal ainda seja recompensado mesmo com a ocorrência desses custos.

Ang, Cole e Lin (2000), Singh e Davidson (2003) e McKnight e Weir (2009) mediram os custos de agência com base em medidas de eficiência empresarial conforme o quadro 1.

Quadro 1 - Composição das variáveis do custo de agência

Descrição	Pressupostos	Autores
$\text{Giro do ativo} = \frac{\text{Receita total de vendas}}{\text{Ativo total}}$	É uma <i>proxy</i> para a perda de receitas atribuíveis à utilização ineficiente de recursos, que pode ser resultante 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. Representa 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.	Ang, Cole e Lin (2000); Singh e Davidson (2003) e McKnight e Weir (2009).
$\text{Ineficiência nos Gastos} = \frac{\text{Despesa administrativas}}{\text{Receita total de vendas}}$	Esta medida representa os gastos excessivos, incluindo a concessão de regalias aos gestores. Se configura como 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.	Ang, Cole e Lin (2000); Singh e Davidson (2003)

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

Segundo as análises de Ang, Cole e Lin (2000) e Singh e Davidson (2003), quanto menor for o giro dos ativos, maior serão os custos de agência, ou seja, são inversamente relacionados.

Quanto a segunda medida, utilizar-se-á somente as despesas administrativas, uma vez que, são estas as que podem sofrer maior influência por parte dos gestores (gastos com salários, gratificações, consumo, etc.). Dessa forma, espera-se que os custos de agência que podem surgir dos conflitos entre os acionistas e os gestores sejam positivamente relacionados com a ineficiência nos gastos.

2.2 Conservadorismo Contábil

Em seu trabalho seminal sobre conservadorismo contábil, Basu (1997) interpreta-o como a tendência em exigir maior grau de verificação para o reconhecimento de boas notícias do que más notícias nas demonstrações financeiras.

Nessa perspectiva, o lucro tenderá a refletir uma má notícia antes de uma boa notícia, indicando que se duas estimativas para reconhecimento de valores a serem recebidos ou pagos no futuro forem igualmente prováveis, pela ótica do conservadorismo optar-se-á pela estimativa menos otimista (BASU, 1997; WATTS, 2003a).

Na visão de Watts (2003a), é possível traçar graus de verificações de conservadorismo contábil, uma vez que esta convenção contábil pode ser definida como “os requisitos de verificação assimétricos para ganhos e perdas”. Então, quanto maior a diferença no grau de verificações necessárias para os ganhos contra as perdas, maior será o conservadorismo contábil.

De forma geral, quatro fatores principais são relacionados ao conservadorismo na contabilidade: as relações contratuais das empresas; os litígios; a tributação; e a regulação contábil (WATTS, 2003a). Para Khan e Watts (2009), todos esses fatores podem variar de acordo com as oportunidades de investimento da empresa, entretanto é mais provável e normal que ocorram os dois primeiros (WATTS, 2003b).

As relações contratuais das empresas dizem respeito ao relacionamento formal entre as diversas partes interessadas, como governo, credores, financiadores, empregados, acionistas e gestores, que de alguma forma esperam se beneficiar mediante as premissas de seus contratos. Um exemplo é a relação empresa-gestor, na qual o contrato deve ser o mais esmiuçado possível a fim de dirimir toda e qualquer possibilidade do gestor se beneficiar de

maneira inconveniente mediante sua posição na empresa. Esse contrato existe também para que não haja a diminuição da utilidade dos investidores.

Já os litígios são conflitos que ocorrem normalmente quando os lucros e ativos líquidos são superestimados, pois, justificam a redução do resultado pela economia desses custos oriundos dos litígios, incentivando a prática de conservadorismo, o que indica que a empresa tende a referir o resultado de forma mais pessimista (WATTS, 2003a; COELHO, 2007).

Ao se revelar, o conservadorismo contábil pode acontecer de duas formas, a incondicional e a condicional (BASU, 1997; BEAVER; RYAN, 2005). Esta pesquisa trata do conservadorismo condicional, o qual Coelho (2007) cita três aspectos que associam a prática desse tipo de conservadorismo à prática de Governança Corporativa como meio de controle do conflito de agência e consequente diminuição dos custos de agência:

- Remuneração executiva eficiente, com planos de incentivo meticulosamente determinado;
- Estímulo para os gerentes reportarem números conservadores para aumentar seu prestígio frente ao mercado de trabalho de executivos;
- Proteção para acionistas minoritários contra ação dos controladores.

Os fatores acima indicam meios de relacionamento entre a governança e a contabilidade, e é possível compreender com base na literatura, que as duas partes tem condições de subsidiar ajuda para os gestores conduzirem as companhias pelo caminho correto, em busca da melhor atuação mediante suas atividades, a fim de atingir seus resultados projetados da forma mais transparente e ética possível.

Dessa forma, conforme Ball e Shivakumar (2005), ao mitigar os problemas de agência associados as decisões tomadas pelos administradores, o conservadorismo na contabilidade fortalece a Governança Corporativa da empresa.

2.2.1 Escore de Conservadorismo Contábil

Khan e Watts (2009) desenvolveram um escore de conservadorismo denominado de “C-Score”. Para chegar a esta medida, partiram do modelo especificado por Basu (1997) que mede o reconhecimento oportuno e assimétrico das perdas, estimando o conservadorismo de uma empresa-ano por meio da regressão transversal representada pela equação 1:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 D_{it}R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

Y_{it} = Lucro anual da ação dividido pelo preço da ação no início do ano;

R_{it} = retorno da ação;

D_{it} = Variável *dummy* que assume valor igual a 1 quando $R_{it} < 0$, e 0 quando ocorrer o contrário;

β_3 = Boas notícias mensuradas oportunamente (*timeliness*);

β_4 = Mensuração oportuna de más notícias sobre boas notícias (conservadorismo)

ε_{it} = erro da regressão.

Basu (1997) afirma que, no tratamento das notícias, os preços das ações conseguem refleti-las mais rapidamente e continuamente, uma vez que o preço das ações pode variar em função das demandas por compras diárias, por outro lado, o lucro anual reconhecerá essas notícias com atraso, por isso o retorno consegue ser mais eficiente em retratar a realidade das expectativas dos investidores, o que torna o retorno das ações mais oportuno que o lucro, configurando o retorno como uma medida mais indicada para ser relacionada com o conservadorismo (β_4).

Foram propostas duas medidas em relação as notícias que envolvem a empresa, a primeira estimaria as boas notícias (*good news*) e foi denominada de G-Score, e a segunda reportaria o efeito das más notícias (*bad news*), nomeada de C-Score, e ambas de forma oportunamente. O que caracteriza o conservadorismo é justamente o reconhecimento oportunamente (*timeliness*) das más notícias no resultado do período, indicado pelo β_4 negativo na estimativa da regressão de Basu (1997), entretanto, também é necessário ter conhecimento sobre as boas notícias para então formular um modelo completo.

A estimativa de boas e más notícias nos resultados do período foram delimitadas por Khan e Watts (2009) da seguinte forma:

$$G\text{-Score} \equiv \mu_1 + \mu_2 TAM_{it} + \mu_3 MTB_{it} + \mu_4 END_{it} \quad (2)$$

$$C\text{-Score} \equiv \lambda_1 + \lambda_2 TAM_{it} + \lambda_3 MTB_{it} + \lambda_4 END_{it} \quad (3)$$

A equação 2 traz o modelo para o cálculo do G-Score (*good news*), e a equação 3 o modelo para o cálculo do C-Score. Para os cálculos do G_Score e C_Score com base em Khan e Watts (2009) tem-se:

TAM_{it} = tamanho da empresa, expresso pelo logaritmo natural do patrimônio líquido;

MTB_{it} = índice *market-to-book*, expresso pela soma do passivo com o patrimônio líquido, divididos pelo total dos ativos;

END_{it} = endividamento da empresa.

O quadro 2 mostra a justificativa para as variáveis utilizadas para o cálculo do G-Score e do C-Score.

Quadro 2 - Justificativa das Variáveis do C_Score e G_Score

Descrição	Pressupostos
TAM	Empresas maiores tendem a ser mais maduras e apresentarem um ambiente com mais informações, reduzindo a incerteza e assimetria relativos a capacidade de realização de ganhos projetados. Todavia, não anulam a possibilidade de que a grande gama de operações complexas dessas grandes empresas venha a aumentar a assimetria, mas justificam suas evidências por meio de pesquisas que demonstraram que pequenas empresas têm maior nível de assimetria de informações que as grandes empresas, como explanado em Easley, Hvidkjaer e O'hara. (2002).
MTB	Empresas com um elevado índice <i>market-to-book</i> têm mais opções de crescimento. Segundo Smith e Watts (1992), o crescimento deste índice está positivamente relacionado com os custos de agência. Nesse contexto, o conservadorismo constitui uma resposta a governança corporativa eficaz para estes custos, o que implica uma relação positiva entre M/B e conservadorismo. Empresas com alto M/B são também propensas a ter retornos mais voláteis, uma vez que, maior extensão de seu valor de mercado é devido a opções de crescimento mais arriscados, deixando-as mais propensas a sofrerem grandes perdas desencadeando grandes processos, sugerindo uma maior demanda para o conservadorismo para as empresas com alto M/B.
END	Empresas altamente alavancadas normalmente têm conflitos de agência entre credores e acionistas. O conservadorismo influí em rigorosas verificações para os números contábeis utilizados nos contratos de dívida, restringindo, assim, o desvio oportunista de recursos. Isto sugere uma demanda de contratação de contabilidade conservadora mais elevada para empresas mais alavancadas. Quanto ao aspecto financeiro, a probabilidade de crise em uma empresa aumentará na presença de alavancagem, sugerindo uma demanda de litígios mais elevada para o conservadorismo nessas corporações mais alavancadas.

Fonte: Watts (2003a) e Khan e Watts (2009).

Analogamente, substituindo G-Score por β_3 e C-Score por β_4 no modelo de Basu (1997), chegou-se ao seguinte modelo proposto por Khan e Watts (2009):

$$\begin{aligned}
 Y_i = & \beta_1 + \beta_2 D_{it} + R_{it}(\mu_{1t} + \mu_{2t} TAM_{it} + \mu_{3t} MTB_{it} + \mu_{4t} END_{it}) \\
 & + D_{it} R_{it}(\lambda_{1t} + \lambda_{2t} TAM_{it} + \lambda_{3t} MTB_{it} + \lambda_{4t} END_{it}) + (\delta_{2t} TAM_{it} \\
 & + \delta_{3t} MTB_{it} + \delta_{4t} END_{it} + \delta_{2t} D_{it} TAM_{it} + \delta_{3t} D_{it} MTB_{it} \\
 & + \delta_{4t} D_{it} END_{it}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{4}$$

Este modelo é capaz de captar os coeficientes das variáveis que medem o conservadorismo para a amostra. Ao estimar a regressão, os coeficientes λ_{1t} , λ_{2t} , λ_{3t} e λ_{4t} , que compõem C-Score serviu para discriminar o conservadorismo de cada empresa, para cada ano.

2.2.1.1 Hipótese

Este trabalho se localiza no contexto do conservadorismo condicional, que Coelho (2007) afirma ser um atributo ou mecanismo que pode reduzir a assimetria informacional entre gestores e proprietários majoritários em relação aos *stakeholders* que mantém contratos com a entidade, como por exemplo: bancos; empregados; acionistas minoritários; órgãos públicos e fiscalizadores.

Segundo Lafond e Watts (2008) e Chi, Li e Wang (2009), se a contabilidade conservadora é um veículo para reduzir a incerteza e assimetria de informação, desta forma, espera-se que uma estrutura de governança menos sólida resulte em maior demanda para uma contabilidade conservadora, pelo fato de que os problemas de agência precisam ser resolvidos, ou no mínimo reduzidos.

Conforme Watts (2003a) sugere, o conservadorismo contábil é um meio de resolver os problemas de agência decorrentes do conflito de interesses entre as partes contratantes. Por exemplo, os requisitos de verificação assimétricos para os ganhos em relação a perdas não realizadas diminuem a possibilidade de os gestores exagerarem nos ganhos para serem altamente compensados pelos mecanismos de remuneração com base em resultados. Essas ações conservadoras acabam restringindo comportamentos oportunísticos dos gestores de transferir riqueza para si próprios em vez de aumentar a riqueza total da empresa, reduzindo, consequentemente, os custos de agência.

H1: Quando maior é o conservadorismo contábil, menor será o custo de agência.

A adoção de práticas conservadoras que restrinjam a ação dos gestores, podem ser uma alternativa aos mecanismos de Governança Corporativa, os quais tentam alinhar os interesses entre agente e principal, na busca pela redução dos custos de agência. Em sua pesquisa, Chi, Liu e Wang (2009), concluíram que os mecanismos de governança podem ser substituídos pela contabilidade conservadora para alívio de problemas de agência. Os autores ainda enfatizaram a real necessidade de aplicação da pesquisa em diferentes mercados com diferentes situações econômicas e políticas, a fim de capturar resultados em diferentes ambientes institucionais.

2.3 Práticas de Governança Corporativa

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a Governança Corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos/práticas pelas quais os acionistas garantem a obtenção para si do retorno sobre seu investimento. Esse conjunto de práticas deve implicar na redução da assimetria informacional e na proteção dos interesses dos *stakeholders*, por meio da divulgação de relatórios contábeis, sendo estes as bases da Governança Corporativa (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

Segundo Denis e Mcconnell (2003), as práticas de governança podem ser internas ou externas a empresa. As práticas internas são inerentes a cada organização, como o conselho de administração, a estrutura de propriedade e os comitês de remuneração. Por outro lado, o sistema legal onde a empresa está inserida, mercados hostis, mercado de trabalho, entre outros, são exemplos de práticas externas.

No Brasil a BM&FBOVESPA criou em dezembro de 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa, que são compostos pelas empresas que apresentarem um conjunto pré-estabelecido de práticas de Governança Corporativa.

Cada nível (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional) exige, das companhias que aderirem, práticas que vão além das obrigações exigidas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei Nº. 6.404/76.). O Quadro 3 detalha o comparativo entre esses níveis.

Quadro 3 - Níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
--	-----------------	----------------------------	-----------------	---------	---------	-------------

Características das Ações Emitidas	somente ON	ON e PN	somente ON	ON e PN (com direitos adicionais)	ON e PN (conforme legislação)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem		No mínimo 25% de <i>free float</i>		Não há regra	
	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Distribuições públicas de ações	Não há regra		Esforços de dispersão acionária		Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)		Não há regra	
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação		Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa		Obrigatória		Facultativa	
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório					Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta		Não há regra	
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	

		ou Nível 2		
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado		Obrigatório		Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA (2015).

A adesão a cada um desses níveis dependerá do interesse da empresa em transmitir maior confiabilidade a seus acionistas. Para a empresa, os benefícios decorrerão da maior procura por ações e valorização de suas ações, melhor imagem institucional, bem como menor custo de capital. Já para os acionistas, as vantagens giram em torno da melhoria no processo de fiscalização e monitoramento interno, maior segurança nos direitos acionários, entre outros (SANTANA, 2001).

Nesse contexto, o Nível Tradicional é o que, em tese, menos exige da empresa adequações quanto a padrões de governança, entretanto, as exigências aumentam para o Bovespa Mais, que terá menos exigências que o Nível 1, que apresenta menos requisitos que o Nível 2, que é bastante parecido, mas não mais requintado e minucioso que o Novo Mercado, o mais alto nível de Governança Corporativa do mercado brasileiro.

O nível diferenciado “Novo Mercado” é considerado como *proxy* para governança corporativa nesta pesquisa, uma vez que, empresas com presença no mais alto nível de governança demonstram estar mais adequadas aos padrões estabelecidos pela Bolsa para o mercado nacional. Desta forma, subtende-se que o Novo Mercado possa subsidiar maior confiabilidade aos investidores e menores problemas e custos de agência, concluindo a hipótese 2:

H2: O Novo Mercado tem uma relação negativa com o custo de agência.

Estar nos níveis de Governança Corporativa, assim como os mecanismos de governança, “Independência do Conselho de Administração”, a “Dualidade de Funções do CEO e *Chairman*”, o “Tamanho do Conselho de Administração”, entre outros, induzem o quanto preparada cada empresa tenta estar para lidar com os conflitos de agência.

Nos sub-tópicos desta seção, são debatidas as Práticas internas de governança corporativa (Independência do Conselho de Administração; Dualidade de funções do CEO e *Chairman*; Tamanho do Conselho de Administração; Remuneração dos Executivos) e as hipóteses de pesquisa atreladas a cada um deles.

2.3.1 Independência do Conselho de Administração

A composição do conselho de administração e sua independência são aspectos muito debatidos na estabelecida teoria da agência, pela sua importância para a empresa (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1980). Os conselhos são considerados mais independentes à medida que tem em sua composição, maior número de conselheiros externos a entidade, ou seja, que não detém ligação com a empresa.

Para Gordon (2007), a independência dos membros do conselho está relacionada tanto à disposição do conselho em reverter problemas de agência, quanto à capacidade de monitorar a empresa de forma responsável.

Segundo Carter, Simkins e Simpson (2003), um dos elementos-chave de uma “visão de agência” do conselho é que os membros externos do conselho tendem a não pactuar com os interesses dos gestores que divergem dos interesses dos acionistas, uma vez que, os membros externos têm incentivos para construir reputações como gestores especializados, com bagagem adquirida em diferentes empresas.

Ryan e Wiggins (2004) afirmam que existe um consenso na literatura acadêmica que trata de finanças e contabilidade, de que um conselho de administração independente resulta em Governança Corporativa mais efetiva, podendo implicar em menores conflitos de agência, e possivelmente menores custos de agência.

Alinhado a esta ideia, Bhojraj e Sengupta (2003) afirmaram que a independência do conselho está associada a custos de dívidas menores, pelo argumento de que os detentores de obrigações favorecem os mecanismos que são capazes de restringir o monitoramento do oportunismo gerencial. Desta forma, surge a hipótese em relação à Independência:

H3: Empresas com conselhos de administração mais independentes apresentam menores custos de agência.

Sabendo que os custos de agência acabam sendo contabilizados e diminuem o resultado anual auferido pelas empresas e que a utilização ineficiente dos recursos pode ser considerada um tipo de custo de agência que influencia no desempenho da mesma (ANG; COLE; LIN, 2000), em sua pesquisa, Chou, Chung e Yin (2013) descobriram que a independência dos diretores está positivamente relacionada com o desempenho empresarial das empresas do mercado Taiwanês, o que também pode sugerir, analogamente, que a independência tenha relação negativa com os custos de agência.

Bhojraj e Sengupta (2003) ainda argumentam que as empresas que têm um maior percentual de diretores externos no conselho apresentam melhor Governança Corporativa como um todo, pois os membros externos desempenham um papel ativo na redução do oportunismo gerencial, influenciando diretamente na qualidade da utilização dos recursos, incidindo diretamente na ascensão do valor da empresa.

2.3.2 Dualidade de Funções do CEO e *Chairman*

Uma das preocupações da teoria da agência é o fato de o CEO e o *Chairman* da empresa serem a mesma pessoa. Fama e Jensen (1983) mostraram-se preocupados e desconfortáveis com tal possibilidade, argumentando que a capacidade de monitoramento do conselho em relação ao CEO seria mais complicada nas companhias em que ocorresse a dualidade de cargos, ressaltando a dificuldade do conselho em desempenhar sua função crítica.

Desta forma, os conselhos mais ativos no papel de vigilantes tendem a não favorecer a dualidade, pois esta proporciona aos CEOs uma autoridade formal centralizada, que promove o enraizamento do poder e, consequentemente, pode levar a um comportamento oportunista e ineficiente que reduz a riqueza dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN, 1983).

Como o conselho também é responsável por supervisionar o processo de contratação, demissão, avaliação e remuneração do CEO, o *chairman* deve preferencialmente não ser a mesma pessoa cujo desempenho está sendo avaliado, caso contrário, haverá uma alto-avaliação de trabalho e compensação (JENSEN, 1993). Consequentemente, os CEOs ganhariam muito poder para promover seus próprios interesses, em detrimento aos interesses dos acionistas (WEISBACH, 1988). Portanto, conforme Weisbach (1988) e McKnight e Weir (2009), espera-se que a dualidade de CEO afete negativamente o desempenho da empresa e, portanto, analogamente, a hipótese de que:

H4: Existe uma relação positiva entre a Dualidade de Funções do CEO e *Chairman* e os custos de agência

O principal custo ligado a dualidade de funções é o custo de monitoramento das atividades dos CEOs. O monitoramento torna-se essencial para a avaliação das atividades do gestor, uma vez que, o alinhamento das perspectivas do agente e do principal tem que ser

ideal, resultando em aumento da utilidade das duas partes, entretanto, este monitoramento incorre em custos, considerados de agência (FAMA; JENSEN, 1983).

2.3.3 Tamanho do Conselho

O tamanho do conselho de administração das empresas é estudado principalmente levando em consideração dois aspectos. Para Jensen (1993) e Yermack (1996), o primeiro é o aumento dos problemas de coordenação do grupo à medida que o número de membros se eleva, e o segundo é a diminuição da capacidade do conselho controlar a gestão, incorrendo em problemas resultantes da separação entre gestão e controle.

Outro fator tocado em relação ao tamanho do conselho é o seu impacto financeiro. Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993) corroboram para o fato de que manter menores conselhos pode ajudar a melhorar o desempenho, não apenas pelo aspecto de controle da gestão, mas também pelo custo de manter um conselho com grande número de membros. Lipton e Lorsch (1992) ainda definem que o tamanho ideal para o conselho precisa ser limitado à até 8 membros, mas que essa limitação não implica baixos custos de agência.

H5: Quanto maior o tamanho do conselho, maior será o custo de agência.

Yermack (1996), por exemplo, encontrou uma relação negativa entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho. Guest (2009) analisou empresas do Reino Unido e também obteve em seus resultados que grandes empresas apresentaram relação negativa entre desempenho e tamanho do conselho, entretanto, não conseguiu resultados que lhes permitissem tal afirmação para empresas pequenas. Sua principal justificativa foi a dificuldade de comunicação e tomada de decisões enfrentadas nos grandes conselhos.

2.3.4 Remuneração dos Executivos

Segundo Jensen e Murphy (1990), a teoria da agência aponta que a remuneração recebida por um executivo deve ser projetada visando gerar incentivos ao mesmo, com o intuito de maximizar os benefícios para os acionistas.

O problema surge quando o CEO não compactua com os mesmos objetivos do principal. Com esse conflito, um dos caminhos para o alinhamento desses interesses pode ser a remuneração (BEBCHUK, FRIED, 2003). Atrelar a remuneração ao resultado, por exemplo,

pode fazer com que o agente busque maximizar seus esforços para atingir níveis mais altos de satisfação financeira para os investidores.

Lipton e Lorsch (1992) acreditam que a alta remuneração dos executivos é um fator que advém normalmente do seu empoderamento e influência na gestão da companhia, e que a quantidade de membros dos conselhos pode fazer aumentar ou diminuir a remuneração, além de influenciar financeiramente nos custos de monitoramento, a fim de avaliar se o investimento em altos salários é retornável, e se ele será concretizado no futuro. Desta forma, surge a sexta hipótese:

H6: Quanto maior a remuneração dos executivos, maior é o custo de agência.

2.4 Evidências Empíricas

Esta pesquisa busca analisar as relações entre o conservadorismo contábil, a Governança Corporativa os custos de agência. Não foram encontradas pesquisas que já tenham feito esta abordagem no Brasil, e internacionalmente, a pesquisa que mais se assemelha é a de Ahmed e Duellman (2007). Desta forma, as evidências empíricas trazidas nesta subseção são pesquisas relacionadas ao conservadorismo contábil, Práticas de Governança Corporativa e custos de agência, medidos por métricas iguais ou semelhantes as utilizadas neste trabalho, a fim de subsidiar maior comparabilidade com os achados desta pesquisa.

Ahmed e Duellman (2007) desenvolveram sua pesquisa com o intuito de investigar a relação entre conservadorismo contábil e características do conselho de administração. Analisando dados de 1998 a 2002 de 833 empresas americanas, seus principais achados foram: (1) o percentual de membros internos está negativamente relacionado ao conservadorismo; (2) o percentual de participações de membros externos está positivamente relacionado com o conservadorismo; (3) e evidências consistentes de que o conservadorismo contábil ajuda a membros do CA a reduzir os custos de agência das empresas.

Lara, Osma e Penalva (2009), tiveram o objetivo de prever se as empresas com maior Governança Corporativa exibirão um maior grau de conservadorismo contábil, e foi confirmado. Este estudo avaliou 1611 empresas americanas de 1992 a 2003. De acordo com seus resultados empresas com forte governança mostram níveis significativamente mais

elevados de conservadorismo contábil condicional. Indicam também que a Governança Corporativa e conservadorismo não são substitutos.

Iatridis (2012), estudou empresas que foram auditadas por grandes empresas de auditoria. A amostra compreendeu o Brasil, país *code-law*, e a África do Sul, considerada *common-law*, além de se tratarem de países em desenvolvimento que apresentam algumas características parecidas em seus mercados. Foram coletados dados de 228 empresas brasileiras e 270 empresas sul-africanas para o período de 2005 a 2010. Foi utilizado a regressão por mínimos quadrados ordinários, que encontrou evidências de conservadorismo contábil para a África do Sul, mas níveis insuficientes de conservadorismo para o Brasil. Para a África do Sul, país *common-law*, na presença de mecanismos de Governança Corporativa eficazes, os custos de agência foram reduzidos. Para Brasil, os mecanismos de governança corporativa geralmente apresentaram um impacto insignificante na redução dos custos de agência.

Chi, Liu e Wang (2009) utilizaram o C-Score (KHAN; WATTS, 2009) para medir o grau de conservadorismo contábil de empresas listadas na bolsa de Taiwan entre 1996 e 2004, configurando um total de 4.443 observações, com isso puderam atingir o objetivo de analisar como a Governança Corporativa afeta o grau de conservadorismo contábil. Os resultados empíricos indicaram que empresas com estruturas de governança mais fracas se mostraram mais conservadoras. Para os autores, os resultados implicam dizer que o conservadorismo pode ser um substituto de alguns mecanismos de Governança Corporativa, como por exemplo a dualidade.

Almeida, Scalzer e Costa (2008), tiveram por objetivo identificar se o grau de conservadorismo utilizado pelas empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de Governança Corporativa é diferente do conservadorismo utilizado pelas demais empresas. Como modelo, aplicou-se o de Basu (1997). Os dados coletados correspondem ao período de 2000 a 2004 e os resultados demonstram que o grau de conservadorismo utilizado pelas empresas que possuem níveis diferenciados de Governança Corporativa (companhias listadas no Nível 1, no Nível 2 ou no Novo Mercado) é maior do que grau utilizado pelas demais companhias listadas na BM&FBOVESPA, que não possuem títulos elencados em tais níveis. Como contribuição desta pesquisa, foi possível observar que a contabilidade, utilizando mecanismos como o conservadorismo, pode influenciar os resultados contábeis e, portanto, os resultados encontrados confirmam a existência da assimetria de reconhecimento das notícias boas e notícias ruins no mercado brasileiro.

Ang, Cole e Lin (2000) forneceram uma das medidas de custos de agência mais utilizados pelos gestores para análise gerencial (ver métricas no tópico “2.1.1 Custos de Agência”, desta pesquisa). Esta pesquisa permitiu avaliar, por meio de suas métricas, a influência de estruturas de propriedade e de gestão diferenciadas nos custos de agência. Foram estudadas 1.708 pequenas empresas norte-americanas, nas quais os custos de agência (1) foram significativamente maiores quando o gestor é um *outsider* e não um *insider*; e (2) foram inversamente relacionados com a participação destes gestores.

Singh e Davidson (2003), analisaram 150 empresas norte-americanas listadas na NYSE (*New York Stock Exchange*), AMEX (*American Stock Exchange*) e NASDAQ (*National Association and Secutiry Dealers*) entre 1992 e 1994. A pesquisa buscou fazer uma extensão a pesquisa de Ang Cole e Lin (2000), uma vez que, se utilizou além do estudo da propriedade gerencial interna, a influência da propriedade dos membros externos na composição de capital total sobre os níveis de custos de agência. Como principais resultados, ao relacionar os custos de agência com os mecanismos de governança corporativa, demonstraram que nem o tamanho do conselho ou a sua independência evitaram os custos de agência, mesmo tendo sido esperado o contrário.

Em sua pesquisa, Henry (2010) analisou 120 empresas australianas do período de 1992 a 2002 listadas na ASX (*Australian Securities Exchange*). O objetivo da pesquisa foi examinar a adoção de um conjunto de práticas de governança corporativa não obrigatórias na Austrália e avaliar a influência da aderência às práticas nos custos de agência. Os seus resultados mostraram que a adoção das práticas de governança não obrigatórias não mostrou qualquer influência nos custos de agência, mas quando as empresas estudadas estiveram em conformidade com um índice de governança corporativa estabelecido pela ASX durante este período, a governança corporativa impactou em custos de agência menores.

McKnight e Weir (2009) examinaram o impacto das variáveis de Governança Corporativa sobre os custos de agência de 128 grandes empresas do Reino Unido no período de 1996 a 2000. Foram utilizadas três medidas de custos de agência, entre elas a relação de vendas pelo total de ativos. Foi constatado que as mudanças nas estruturas do conselho que ocorreram no período pós-Cadbury (relatório que estabelece recomendações sobre governança corporativa) não afetaram os custos de agência, sugerindo que uma variedade de mecanismos é consistente com a maximização do valor da empresa. Também descobriram os custos de agência aumentam quando há um comitê de nomeação na empresa, indicando que há custos associados a certos mecanismos de governança. Por outro lado, ao aumentar a posse de ações dos membros do conselho também ajuda a reduzir os custos da agência.

Anderson, Mansi e Reeb (2004) se propuseram a analisar a confiabilidade dos relatórios financeiros e para isso se utilizaram de informações sobre a governança corporativa, auditoria e aspectos financeiros de empresas do índice S&P 500 *Industrial da Dow Jones* entre os anos de 1993 a 1998. Os resultados mostraram que o custo de agência é inversamente relacionado com a independência e tamanho do conselho de administração.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção destaca o conteúdo metodológico necessário para a obtenção e análise dos resultados, trazendo a definição e justificação da amostra, bem como à operacionalização das variáveis e modelos empregados e suas justificativas mediante as literaturas sobre os temas abordados anteriormente.

3.1 Amostra e Dados

Para atender os objetivos traçados pela pesquisa, a mesma teve como universo as empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA entre os anos de 2010 a 2015, configurando um período de 6 anos.

Este período foi adotado porque a Instrução nº 480 da CVM de 2009, que passou a vigorar a partir de 2010, veio a exigir que algumas informações das empresas fossem divulgadas, inclusive dados utilizados neste trabalho referentes aos conselhos de administração e diretorias. Este fato permitiu a coleta de dados tanto por meio das bases de dados, quanto por meio dos formulários de referências, os quais às contém originalmente.

O ano de 2016 não foi computado pelo fato de que as empresas de capital aberto podem divulgar as informações do quarto trimestre de 2016 até o fim do primeiro trimestre de 2017, então, se o ano 2016 fosse utilizado, poderia causar exclusão de algumas empresas que não tivessem divulgado suas informações, implicando em dados faltantes para a análise estatística, podendo comprometer os resultados esperados.

Por trabalhar com preço, retorno da ação e lucro por ação, se fez necessário que a pesquisa utilizasse em sua amostra apenas empresas com grau de liquidez, seguindo o padrão utilizado por Khan e Watts (2009) quando calcularam o conservadorismo pelo C-Score, desta forma, foram escolhidas as empresas que compuseram o último Índice Brasil 100 (IBRX 100) divulgado em cada ano estudado.

O IBrX 100 é o resultado de uma carteira teórica de ativos, que é composta basicamente pelos seguintes critérios (BM&FBOVESPA, 2017):

- i. Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), ocupem as 100 primeiras posições;

- ii. Ter presença em pregão de 95% no período de vigência das 3 carteiras anteriores.
- iii. Não ser classificado como “*Penny Stock*” (ações com baixa cotação);

Então, estar no IBrX 100 significa estar entre as 100 maiores cotações de ativos, as quais apresentam maior Índice de Negociabilidade, podendo ser considerado um bom *benchmark* para essas ações que o compõem (MENDES, 2015). O Quadro 4 mostra o Universo de estudo, a população e percentual aceito como amostra.

Quadro 4 - Detalhamento da Amostra Estudada

Universo Estudado	População	Quantidade de empresas da Amostra	Amostra aceita (%)
IBRX 100 de 2010 a 2015	600	239	39,83%

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

Os dados foram coletados nos bancos de dados Económatica, *Thomson Reuters*, e ComDinheiro.com, além dos formulários de referência por meio do programa Empresas.Net disponibilizado pela CVM, e por cotações de ações disponibilizadas pela BM&FBOVESPA em seu *site*.

Para não haver problemas nas estimações dos modelos econométricos utilizados, foram excluídos do universo estudado os dados referentes as empresas que tiveram dados faltantes. A organização dos dados foi posta em painel não balanceado, visando ter o maior número de observações possíveis no período estudado.

3.2 Tratamento dos Dados

Para atingir aos objetivos estabelecidos o primeiro passo é estimar a regressão da equação 4 (ver página 25) de Khan e Watts (2009), para encontrar os coeficientes do C-Score. O cálculo do C-Score será feito anualmente, por meio de corte transversal, ou seja, será captado um C-Score para cada tempo t igual a um ano, o qual demonstrará o quão conservadora a amostra foi naquele período.

$$\begin{aligned}
Y_i = & \beta_1 + \beta_2 D_{it} + R_{it}(\mu_{0t} + \mu_{1t} TAM_{it} + \mu_{2t} MTB_{it} + \mu_{3t} END_{it}) \\
& + D_{it} R_{it}(\lambda_{0t} + \lambda_{1t} TAM_{it} + \lambda_{2t} MTB_{it} + \lambda_{3t} END_{it}) + (\delta_{1t} TAM_{it} \\
& + \delta_{2t} MTB_{it} + \delta_{3t} END_{it} + \delta_{4t} D_{it} TAM_{it} + \delta_{5t} D_{it} MTB_{it} \\
& + \delta_{6t} D_{it} END_{it}) + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{5}$$

O C-Score de cada empresa, em cada período, será dado pela soma das variáveis TAM, MTB e END multiplicadas pelos seus respectivos coeficientes anuais λ_t , resultados da interação das variáveis com $D_{it} R_{it}$ (*dummy* do retorno da ação multiplicada pelo retorno da ação da empresa i no período t), ou seja:

$$C\text{-Score} = \lambda_{2t} TAM + \lambda_{3t} MTB + \lambda_{4t} END$$

Depois de captado o conservadorismo anual da amostra, para cada ano são estimadas as equações 6 e 7. Elas diferem em sua variável dependente, que será o custo de agência medido pelo giro do ativo (equação 6) e o custo de agência medido pela ineficiência nos gastos (equação 7):

$$\begin{aligned}
CAG_1_{it} = & \beta_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 INDEP_{it} + \beta_3 TCA_{it} + \beta_4 MED_REM_CA_{it} \\
& + \beta_5 NM_{it} + \beta_6 C\text{-Score}_t + \varepsilon
\end{aligned} \tag{6}$$

$$\begin{aligned}
CAG_2_{it} = & \beta_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 INDEP_{it} + \beta_3 TCA_{it} + \beta_4 MED_REM_CA_{it} \\
& + \beta_5 NM_{it} + \beta_6 C\text{-Score}_t + \varepsilon
\end{aligned} \tag{7}$$

Em que:

$C\text{-Score}_t$ = medida do conservadorismo para cada empresa-ano, estimado pela equação 6;

$DUAL_{it}$ = dualidade, *dummy* que assume 1 se o CEO serve, simultaneamente, como diretor e presidente do conselho, e 0 caso contrário;

$INDEP_{it}$ = Independência do conselho de administração (Membros Externos/Membros totais).

TCA_{it} = Tamanho do Conselho de Administração (número total de membros).

MED_REM_CA = Média da Remuneração do Conselho de Administração (remuneração total do CA/Total de membros do CA)

NM_{it} = Novo Mercado, *dummy* que assume 1 para empresas que estão no Novo Mercado, e 0 caso contrário.

CAG_{1it} = Custo de agência, medido taxa de retorno do ativo.

CAG_{2it} = Custo de agência, medido pela relação entre despesas administrativas e receita total de vendas.

As equações 6 e 7, respectivamente, foram estimadas por Regressão Quantílica, pelo fato de que o modelo de Regressão Linear Clássica é “sensível a outliers, uma vez que a matriz de covariância é estimada com a pressuposição de normalidade, que é necessária para a inferência estatística” (CAMPOS, 2011).

A Regressão Linear Clássica pressupõe também à homocedasticidade, ou seja, a variância do erro é constante. No caso de haver heterocedasticidade o Teorema de Gauss-Markov, que afirma que os estimadores do MQO são BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), ou seja, o melhor estimador linear não-viesado, não se confirma, deixando então de ser BLUE, pois os resíduos ligados a observações com maiores variâncias terão maior peso, uma vez que seu quadrado será maior.

Como os trabalhos da área das ciências sociais apresentam normalmente muitos outliers, a utilização da regressão quantílica faz com que não seja necessária a preocupação com heterocedasticidade, por exemplo, pois estima seus coeficientes com base em quantis determinados, visando verificar as diferenças na associação das variáveis em diferentes distribuições da amostra (COSTA et al., 2015), sendo pouco sensível a outliers e a própria dispersão dos dados em torno de uma reta de um modelo regredido.

Koenker e Bassett (1978) desenvolveram o método de estimação chamado de regressão quantílica, pelo fato de que a estimativa por mínimos quadrados ordinários (MQO) apresenta erros em distribuições não normais, por esse motivo, este método é considerado semi-paramétrico por não ter como base a normalidade dos resíduos, além de dar a possibilidade de análise de toda a distribuição, não apenas da média condicional, como ocorre no MQO (PETSCHER; LOGAN, 2014).

O método utilizado para inferir os parâmetros do modelo será feito pela reamostragem de *bootstrap*. Este método seleciona a amostra e faz combinações em pares de observações (Y_i, X_i) com probabilidades $1/n$, em que n é o tamanho da amostra, para construir um novo Y^* , resultado da variável resposta e de uma nova matriz de planejamento X^* , tornando esse método mais robusto pela adequação da estimativa a amostra utilizada (KOENKER, 2005). A hipótese nula deste teste é de que há igualdade nos coeficientes nos diversos quantis.

O quadro 5 mostra o resumo metodológico da pesquisa.

Quadro 5 - Resumo Metodológico da Pesquisa

Título	Análise da relação dos custos de agência com o conservadorismo contábil e com as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA	
Questão de pesquisa	Qual a relação existente entre o custo de agência com o conservadorismo contábil e com as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA?	
Objetivo Geral	Analizar a relação existente entre o custo de agência com o conservadorismo contábil e com as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.	
Objetivos Específicos	OE1	Verificar se quanto maior for o conservadorismo contábil, menor será o custo de agência.
	OE2	Analizar se estar no Novo Mercado tem uma relação negativa com o custo de agência;
	OE3	Averiguar se as empresas com conselhos de administração mais independentes apresentam menores custos de agência;
	OE4	Verificar se existe uma relação positiva entre a Dualidade de Funções do CEO e <i>Chairman</i> e os custos de agência;
	OE5	Examinar se quanto maior o tamanho do conselho, maior será o custo de agência;
	OE6	Analizar se quanto maior a remuneração dos executivos, maior é o custo de agência;
Hipóteses	H1	Quando maior é o conservadorismo contábil, menor será o custo de agência
	H2	O Novo Mercado tem uma relação negativa com o custo de agência.
	H3	Empresas com conselhos de administração mais independentes apresentam menores custos de agência.
	H4	Existe uma relação positiva entre a Dualidade de Funções do CEO e <i>Chairman</i> e os custos de agência.
	H5	Quanto maior o tamanho do conselho, maior será o custo de agência.
	H6	Quanto maior a remuneração dos executivos, maior é o custo de agência.
Supporte Metodológico	Amostra	Empresas integrantes do IBrX 100 nos anos de 2010 a 2015.
	Origem dos Dados	Comdinheiro, Economática, Thompson Reuters e BM&FBOVESPA
	Período Analisado	2010 a 2015
	Tratamento dos Dados	Regressões com base em Mínimos Quadrados Ordinários para amostra de dados em corte transversal.
	Testes Econométricos	Regressões Múltiplas com base em painéis não balanceados, estimadas por RQ. Estatísticas descritivas.

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

3.3 Variáveis Utilizadas

O quadro 6 resume as variáveis utilizadas nesta pesquisa e referências de trabalhos anteriores que também as utilizaram.

Quadro 6 - Variáveis do Estudo

Variáveis Utilizadas	Sinal	Definição	Métrica	Referência
D_{it}		<i>Dummy</i> Retorno da Ação Negativa	Variável <i>dummy</i> que assume valor igual a 1 quando $R_{it} < 0$, e 0 quando ocorrer o contrário	Khan Watts (2009); Chi, Liu e Wang (2013); Khalifa e Othman (2015)
R_{it}		Retorno da Ação	Retorno da ação da empresa i no ano t ;	Khan Watts (2009); Chi, Liu e Wang (2013); Khalifa e Othman (2015)

C-Score	-	C-Score	$\lambda_{2t}TAM + \lambda_{3t}MTB + \lambda_{4t}END$	Khan Watts (2009); Chi, Liu e Wang (2013); Khalifa e Othman (2015)
TAM _{it}		Tamanho da Empresa	Logaritmo natural do Patrimônio Líquido	Khan Watts (2009); Chi, Liu e Wang (2013); Khalifa e Othman (2015)
MTB _{it}		Market-to-book	$\frac{\text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Khan Watts (2009); Chi, Liu e Wang (2013); Khalifa e Othman (2015)
END _{it}		Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido (Início do Ano)}}$	Khan Watts (2009); Chi, Liu e Wang (2013); Khalifa e Othman (2015);
LPA/PRECO _{it}		Lucro por Ação	$\frac{\text{Lucro da Ação (anual)}}{\text{Preço da Ação no Início do Período}}$	Khan Watts (2009); Chi, Liu e Wang (2013); Khalifa e Othman (2015)
DUAL _{it}	+	Dualidade	Dummy que assume 1 se o CEO serve, simultaneamente, como diretor e presidente do conselho, e 0 caso contrário	Shleifer e Vishny (1988); Ahmed e Duellman (2007); Chi, Liu e Wang (2013); Bomfim, Teixeira, e Monte, (2015)
INDEP _{it}	-	Independência do Conselho	$\frac{\text{Membros externos}}{\text{Membros totais}}$	Shleifer e Vishny (1988); Ahmed e Duellman (2007); Chi, Liu e Wang (2013)
TCA _{it}	+	Tamanho do Conselho de Administração	Número total de membros do conselho de Administração	Shleifer e Vishny (1988); Silveira, Barros e Famá (2003); Ahmed e Duellman (2007); Chi, Liu e Wang (2013); Holtz, Vargas, Macedo e Bortolon (2013);
NM	-	Dummy Novo Mercado	Dummy que assume 1 se a empresa está no Novo Mercado, e 0 caso contrário	
MED_REM_CA _{it}	+	Média da Remuneração do Conselho de Administração	$\left\{ \frac{\left(\frac{\text{Remuneração total do CA}}{\text{Total de Membros do CA}} \right)}{\text{Ativo Total}} \right\} \times 100$	Henry (2010);
CAG_1 _{it}		Custo de agência 1	$TRA = \frac{\text{Receita total de vendas}}{\text{Ativo total}}$	Ang, Cole e Lin (2000); Singh e Davidson (2003); McKnight e Weir (2009)
CAG_2 _{it}		Custo de Agência 2	$\frac{\text{Despesa administrativas}}{\text{Receita total de vendas}}$	Ang, Cole e Lin (2000); Singh e Davidson (2003);

Fonte: Dados da pesquisa, 2017.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção traz os resultados obtidos e as análises da pesquisa. Por meio da reamostragem de *bootstrap* para regressão quantílica as hipóteses foram testadas a fim de determinar as relações entre o custo de agência, o conservadorismo contábil e as práticas de governança. Cada hipótese foi testada em 5 quantis, desta forma, para não rejeitar qualquer uma delas é preciso que apresentem significância em ao menos 3 quantis para o período em cada modelo testado.

4.1 Estatísticas Descritivas e Correlação

A amostra da pesquisa foi composta por 239 empresas que estiveram no último IBrX100 dos anos de 2010 a 2015. A tabela 1 traz as estatísticas descritivas das variáveis CAG_1: Custo de Agência medido pelo Giro do Ativo; CAG_2: Custo de Agência medido pela Ineficiência nos Gastos; DUAL: Dualidade do CEO e *Chairman*; INDEP: Independência do CAD; TCAD: Tamanho do Conselho de Administração; REM_MED: Média da Remuneração do Conselho de Administração; NM: Novo Mercado; e C-Score: Métrica do Conservadorismo.

Percebe-se que as maiores médias são das variáveis “Tamanho do Conselho de Administração” (7,4142) e “Média da Remuneração do Conselho de Administração” (5,3134), por outro lado, as menores médias foram apresentadas por “Custo de Agência 2” (0,1091) e “Dualidade” (0,1101). Quanto ao desvio padrão, que mostra o quão dispersas estão as variáveis em torno da média, é possível ver que o Tamanho do Conselho de Administração (7,0000) e a “Média da Remuneração do Conselho de Administração” (2,8854) apresentaram as maiores dispersões, diferentes da “Dualidade” (0,0000), “Conservadorismo” (0,0461) e “Ineficiência nos Gastos” (0,0744), mostrando que as empresas estudadas tiveram a Dualidade, Conservadorismo e Ineficiência nos gastos com menores dispersões.

Tabela 1- Estatísticas Descritivas das Variáveis de 2010 a 2015

Variáveis	Mediana	Média	Desvio	Mínimo	Máximo
CAG_1	0.4949	0.6414	0.4430	0.0443	2.395421
CAG_2	0.0744	0.1091	0.1098	0.0125	0.687092
DUAL	0.0000	0.1101	0.3137	0.0000	1
INDEP	0.8889	0.9074	0.1000	0.6250	1
TCAD	7.0000	7.4142	2.0864	4.0000	12
REM_MED	2.8854	5.3134	6.1333	0.0000	37.75943
NM	1.0000	0.9456	0.2273	0.0000	1
C-Score	0.0461	0.1567283	0.4873853	-1.565378	2.784587

Legenda: CAG_1: Custo de Agência 1 (Giro do Ativo); CAG_2: Custo de Agência 2 (Ineficiência nos gastos); DUAL: Dualidade; INDEP: Independência do CAD; TCAD: Tamanho do Conselho de Administração; REM_MED: Média da Remuneração do Conselho de Administração; NM: Novo Mercado; C-Score: Métrica do Conservadorismo.

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

Para analisar a força e o direcionamento linear do relacionamento das variáveis foi feita a correlação de Pearson, que demonstrou significância entre a variável dependente “Custo de Agência (Giro do Ativo)” e as variáveis independentes “Independência do CAD” (0,2002), “Média da Remuneração do Conselho de Administração” (0,3205), Novo Mercado (0,1309) e Conservadorismo (0,1486), onde as duas primeiras foram significantes ao nível de 1% e as outras duas ao nível de significância de 5%, todas de forma positiva, ou seja, as variáveis seguem a mesma tendência de crescimento ou decrescimento.

Quando analisada a relação entre variáveis independentes, a correlação entre a variável “Independência do CAD” foi negativa (indicando que estas variáveis evoluem ou se retraem em sentidos opostos) com a “Dualidade” (-0,3981), ao nível de 1%, e positiva (indicando que estas variáveis evoluem ou se retraem em sentidos iguais) com o “Novo Mercado” (0,2714), também à 1%, além de ser positiva com o “Conservadorismo” (0,1221) à 10%, indicando que quanto mais independente o conselho, mais conservadoras as empresas se mostraram.

Por outro lado, o “Novo Mercado” teve correlação significativamente negativa a 5% com a “Média da Remuneração do Conselho de Administração” (0,1369), e a 1% com a “Dualidade” (-0,2161).

Tabela 2 – Estimativa dos Coeficientes de Correlação de Pearson

	CAG_1	CAG_2	DUAL	INDEP	TCAD	REM_MED	NM	C-Score
CAG_1	1.0000							
CAG_2		-0.3906 (0,0000)	1.0000					
DUAL			-0.1074 (0.1033)	-0.0944 (0.1526)	1.0000			
INDEP				0.2002 (0.0019)***	0.0174 (0.7887)	-0.3505 (0,0000)***	1.0000	
TCAD					-0.0437 (0.5018)	-0.0939 (0.1476)	0.046 (0.4870)	0.0675 (0.2989)
REM_MED						0.3205 (0,0000)***	-0.0275 (0.6722)	-0.0913 (0.1666)
NM							0.1309 (0.0433)**	-0.0935 (0.1494)
C-Score								0.1486 (0.0215)**
								-0.1909 (0.1291)
								0.2714 (0.0594)*
								0.1221 (0.0026)***
								0.1936 (0.8716)
								0.0105 (0.6148)
								0.0327 1.0000

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

A análise da correlação linear de Pearson não corroborou com os achados de Anderson, Mansi e Reeb (2004), que mostraram em seus resultados que o custo de agência é inversamente relacionado com a independência e tamanho do conselho de administração, uma vez que a presente pesquisa encontrou significância na variável de independência, mas com correlação positiva, e, por outro lado, o tamanho não apresentou correlação aos níveis de significância estudados.

4.2 Análise dos Resultados Estatísticos dos Modelos Econométricos que medem a relação entre o Custo de Agência, o Conservadorismo Contábil e as Práticas de Governança Corporativa

4.2.1 Análise da Relação entre o Custo de Agência medido pelo Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa

Por meio de regressão quantílica a equação 6, que analisa a influência das variáveis dependentes no custo de agência quando medido pelo Giro dos Ativos, foi estimada para o período e os resultados foram coletados para os quantis 10, 25, 50, 75 e 90. A análise nos 5 quantis citados ocorre para fortalecer os resultados que podem ser diferentes quando os dados são estimados para diferentes distribuições da variável dependente, sendo essa distribuição

baixa, alta ou mediana, de acordo com o quantil estudado. A hipótese nula deste teste feita por *bootstrap* foi rejeitada para todos os períodos analisados, pois não foi encontrada igualdade nos coeficientes dos quantis analisados.

Tabela 3 - Resultado da Relação entre o Custo de Agência medido pelo Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa de 2010 a 2015

Variáveis	Q.10	Q.25	Q.50	Q.75	Q.90
DUAL	0.1226 (0.0868)*	0.1972 (0.0647)*	0.1637 (0.0697)*	0.0044 (0.0829)*	-0.3495 (0.1594)
INDEP	0.0419 (0.2205)	0.5130 (0.2627)	0.7559 (0.3073)	1.0539 (0.3731)	-0.5516 (0.8421)
TCAD	0.0180 (0.0594)*	-0.0115 (0.0944)*	0.1070 (0.1313)	-0.0481 (0.1284)	-0.2400 (0.1514)
REM_MED	0.0218 (0.0031)***	0.0228 (0.0064)***	0.0320 (0.0057)***	0.0289 (0.0045)***	0.0074 (0.0060)***
NM	0.2163 (0.1095)	0.1255 (0.1463)	0.3070 (0.0977)*	0.3863 (0.1462)	0.4083 (0.1458)
C-Score	0.0236 (0.0389)**	0.0656 (0.0621)*	0.1507 (0.1112)	0.1692 (0.0857)*	0.1162 (0.1178)
Constante	-0.2192 (0.1798)	-0.3726 (0.1898)	-0.7047 (0.2121)	-0.6210 (0.3516)	1.5353 (0.8568)
Pseudo R2	0,1279	0,0996	0,1351	0,1297	0,0913
Modelo Utilizado:	$CAG_{-1,it} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 INDEP_{it} + \beta_3 TCA_{it} + \beta_4 MED_REM_CA_{it}$				
Equação 6	$+ \beta_5 NM_{it} + \beta_6 C-Score_t + \varepsilon$				

Legenda: CAG_1: Custo de Agência 1 (Giro do Ativo); DUAL: Dualidade; INDEP: Independência do CAD; TCAD: Tamanho do Conselho de Administração; REM_MED: Média da Remuneração do Conselho de Administração; NM: Novo Mercado; C-Score: Métrica do Conservadorismo.

* = Significante a 10% | ** = Significante a 5% | *** = Significante a 1%

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

Como a equação 6 tem como variável dependente o Giro do Ativo, e a interpretação de Ang, Cole e Lin (2000), Singh e Davidson (2003) e McKnight e Weir (2009) para esta variável é que maior giro implica em menor custo de agência, desta forma, os sinais esperados desta relação seguem o quadro 7.

Quadro 7- Sinais Esperados para os coeficientes do Modelo que mede a relação entre o Custo de Agência medido pelo Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa de 2010 a 2015

Hipóteses		Sinal
H1	Quando maior é o conservadorismo contábil, menor será o custo de agência.	+
H2	O Novo Mercado tem uma relação negativa com o custo de agência.	+
H3	Empresas com conselhos de administração mais independentes apresentam menores custos de agência.	+
H4	Existe uma relação positiva entre a Dualidade de Funções do CEO e <i>Chairman</i> e os custos de agência.	-
H5	Quanto maior o tamanho do conselho, maior será o custo de agência.	-
H6	Quanto maior a remuneração dos executivos, maior é o custo de agência.	-

OBS: Relações negativas com o custo de agência equivalem a relação positiva com o giro do ativo, por isso o sinal de H1, H2 e H6 são positivos. Em contrapartida, H3, H4 e H5, que supõem relação positiva com o custo de agência, terão sinal esperado negativo, pelo fato de que menor giro implica em maior custo.

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

H1: Quando maior é o conservadorismo contábil, menor será o custo de agência.

Nos quantis 10 ao nível de 5% e nos quantis 25 e 75 ao nível de 10% a hipótese 1 foi significativa, obtendo-se o resultado de confirmação desta hipótese. Ahmed e Duellman (2007) também obtiveram o resultado de que o conservadorismo contábil ajuda os membros do conselho de administração a reduzir os custos de agência, então a medida que os gestores tornam as empresas mais conservadoras, conseguem também girar mais os seus ativos, fazendo com que os custos de agência sejam menores.

Pelo fato da relação “maior conservadorismo, menor custo de agência” ter sido comprovada, esta pesquisa também corrobora com Chi, Liu e Wang (2009), que provaram em sua pesquisa que o conservadorismo contábil é uma alternativa/complemento à governança corporativa, pois auxilia no combate ao conflito de agência e consequentemente a diminuição dos custos de agência.

H2- O Novo Mercado tem uma relação negativa com o custo de agência.

A H2 foi significante apenas no quantil 50, expresso pela mediana, a um p-valor de 10%. Desta forma, como a hipótese 2 foi significante em apenas um quantil, conclui-se que a mesma não foi confirmada estatisticamente. Este fato indica que empresas que figuravam no Novo Mercado não conseguiram ter maior giro e consequentemente menor custo de agência, mostrando que a listagem neste nível diferenciado de governança corporativa não foi positiva em termos financeiros relacionados a custos que derivam das relações de agência.

H3: Empresas com conselhos de administração mais independentes apresentam menores custos de agência.

Era esperado que conselhos com características mais independentes pudessem ser mais eficientes no combate aos custos de agência, porém não foi possível constatar este fato, mostrando que os resultados não corroboram os achados de Anderson, Mansi e Reeb (2004), de que a independência tem relação negativa no custo de agência. Neste caso, a terceira hipótese desta pesquisa não pôde ser confirmada estatisticamente sem apresentar significância em nenhum quantil testado.

Esse resultado concordou com Singh e Davidson (2003), que obtiveram em sua pesquisa que ter maior independência do conselho não implicou em redução nos custos de agência.

Ryan e Wiggins (2004) atestaram a existência de um consenso na literatura acadêmica de que um conselho de administração independente resulta em governança corporativa mais efetiva, podendo implicar em menores conflitos de agência, e possivelmente menores custos de agência. Entretanto, a presente pesquisa não apoia essa ideia, uma vez que a prática de governança corporativa, “Independência do Conselho”, não foi suficientemente eficaz na redução dos conflitos de agência.

O fato de ter mais membros externos que integram o conselho de administração não foi eficaz em conseguir utilizar os ativos para aumentar as receitas operacionais da empresa, fazendo os recursos gerarem valor para os investidores.

H4: Existe uma relação positiva entre a Dualidade de Funções do CEO e *Chairman* e os custos de agência.

A Dualidade apresentou significância estatística em 4 dos 5 quantis analisados, a 10%. Entretanto, era esperado um sinal negativo que não foi encontrado, fato que configurou a não confirmação da H4.

Esse fato pode implicar que a empresa esteja incorrendo em baixos custos de monitoramento, pois conforme Weisbach (1988) e McKnight e Weir (2009), este é o principal custo atrelado a Dualidade de funções entre o CEO e *Chairman*. A dualidade não estar relacionada com o aumento dos custos de agência pode estar ligada ao fato de que se a mesma pessoa é responsável por gerir a diretoria e o conselho de administração simultaneamente, a mesma pode implementar suas ações mais rapidamente, sem a burocracia de passar por aprovação de outro gestor, caso não houvesse dualidade, além de que os custos remuneratórios neste caso também diminuiriam.

Maior rapidez nos julgamentos dos processos internos que iriam a reuniões, assim como o aumento da probabilidade de menor conflito de ideais quando houvesse votação de escolhas de planos de ações para as estratégias das empresas, podem fazer com que a dualidade seja positiva.

Segundo Weisbach (1988) e Jensen (1993), o normal é que conselhos de administração mais ativos tendam a desincentivar a dualidade, pois a mesma causa empoderamento, o que pode, analogamente, deixar o CEO mais à vontade para determinar suas ações, inclusive galgar maior remuneração para si, entretanto, os CEOs da amostra estudada se mostram contrários a essa tendência, manifestando-se como gestores comprometidos com as causas da empresa, buscando aumento do valor da empresa por meio de maior aproveitamento dos recursos disponíveis, fazendo girar os ativos e consequentemente gerando receitas.

H5: Quanto maior o tamanho do conselho, maior será o custo de agência.

A hipótese 5 foi não confirmada pelo fato de que o Tamanho do Conselho de Administração não apresentou significância, com relação negativa, com o giro do ativo. Neste caso, pode-se afirmar que maiores Conselhos de Administração não têm obrigatoriamente altos custos de agência, como esperado pela literatura citada. Lipton e Lorsch (1992), Jensen (1993), Yermack (1996), Anderson, Mansi e Reeb (2004) e Guest (2009) afirmaram que quanto maior o conselho, maior será a influência negativa no desempenho, fato refutado por esta pesquisa, que não encontrou os mesmos resultados.

A não confirmação da H5 pode estar ligada ao fato de que para gerir grandes empresas, seja necessário um número maior de membros nos conselhos de administração para dividir os trabalhos e exigências, entretanto, o tamanho do conselho não foi determinante para uma diminuição no Giro do Ativo, concluindo assim que não influenciou em aumento dos custos de agência.

H6: Quanto maior a remuneração dos executivos, maior é o custo de agência.

Esta hipótese testava uma relação negativa entre a Remuneração dos Executivos e o Giro do Ativo, todavia, a mesma não foi encontrada. A Remuneração dos Executivos foi significante ao nível de 1% nos cinco quantis testados, mas com o sinal oposto ao esperado.

Os resultados implicam dizer que as empresas que remuneraram melhor seus executivos tiveram maior giro do ativo, o que pode implicar em maiores incentivos para

criação de valor e eficiência na utilização dos recursos disponíveis. Outro ponto a destacar é que, se as empresas tiveram maior giro dos ativos, consequentemente apresentaram aumento nas suas receitas, podendo ter aumentado também a parcela de remuneração variável, tratada como incentivo para bons resultados alcançados.

Nesse contexto, conclui-se que os fatores remuneratórios não implicam em custos advindos das relações de agência para a amostra e período estudado. Isto corrobora com Jensen e Murphy (1990), que citam que a teoria da agência indica que a remuneração recebida por um executivo deve gerar incentivos a maximização dos benefícios para os acionistas.

De forma geral, quando os custos de agência foram analisados com base no Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil evidenciou-se como uma ferramenta importante na diminuição destes custos, enquanto as Práticas de Governança Corporativa não foram determinantes para o alívio dos custos de agência.

Conforme Lara, Osma e Penalva (2009) afirmaram, a Governança Corporativa e o Conservadorismo Contábil não são substitutos, entretanto, pode-se afirmar que no contexto desta pesquisa o Conservadorismo Contábil foi mais efetivo que as Práticas de Governança Corporativa, ao controle dos custos de agência.

4.2.2 Análise da Relação entre o Custo de Agência medido pela Ineficiência nos Gastos, o Conservadorismo Contábil e as Práticas de Governança Corporativa

Para analisar a relação dos custos de agência medidos pela Ineficiência nos Gastos com o Conservadorismo Contábil e com as Práticas de Governança Corporativa, foi utilizada a equação 7, regredida também por regressão quantílica.

A regressão da equação 7 analisa a influência das variáveis dependentes (Conservadorismo e Práticas de Governança Corporativa) no custo de agência quando medido pela Ineficiência nos Gastos. As hipóteses foram testadas para os quantis 10, 25, 50, 75 e 90. A hipótese nula deste teste feita por *bootstrap* foi não confirmada para todos os períodos analisados, pois não foi encontrada igualdade nos coeficientes dos quantis analisados.

Conforme Ang, Cole e Lin (2000), Singh e Davidson (2003) e McKnight e Weir (2009), a variável Ineficiência nos Gastos indica a possibilidade de haver gastos excessivos concedidos a gestores, então, quanto maior esta taxa maior será o custo de agência, desta forma, os sinais esperados desta relação são apresentados no quadro 8.

Quadro 8 - Sinais Esperados para os coeficientes do modelo que mede a relação entre o Custo de Agência medido pela Ineficiência nos Gastos, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa de 2010 a 2015

Hipóteses		Sinal
H1	Quando maior é o conservadorismo contábil, menor será o custo de agência.	-
H2	O Novo Mercado tem uma relação negativa com o custo de agência.	-
H3	Empresas com conselhos de administração mais independentes apresentam menores custos de agência.	-
H4	Existe uma relação positiva entre a Dualidade de Funções do CEO e <i>Chairman</i> e os custos de agência.	+
H5	Quanto maior o tamanho do conselho, maior será o custo de agência.	+
H6	Quanto maior a remuneração dos executivos, maior é o custo de agência.	+

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

A Tabela 4 traz os coeficientes para as variáveis estudadas, que permitem analisar as hipóteses testadas para este modelo regredido por regressão quantílica.

Tabela 4 - Resultado da Relação entre o Custo de Agência medido pela Ineficiência nos Gastos, o Conservadorismo Contábil e as Prática de Governança Corporativa de 2010 a 2015

Variáveis	Q.10	Q.25	Q.50	Q.75	Q.90
DUAL	-0.0211 (0.0148)	-0.0020 (0.0088)	-0.0126 (0.0132)	-0.0253 (0.0172)	-0.0650 (0.0591)
INDEP	-0.0949 (0.0352)***	-0.0730 (0.0218)***	0.0260 (0.0456)	0.1025 (0.0693)	0.4202 (0.2552)
TCAD	0.0054 (0.0065)	0.0048 (0.0064)	-0.0004 (0.0175)	-0.0172 (0.0153)	-0.0517 (0.0699)
REM_MED	0.0000 (0.0002)	-0.0006 (0.0002)***	-0.0015 (0.0013)	0.0014 (0.0011)	-0.0023 (0.0026)
NM	-0.0353 (0.0356)	-0.0976 (0.0406)**	-0.1093 (0.0175)***	-0.0945 (0.0200)***	-0.0937 (0.0334)***
C-Score	-0.0037 (0.0037)	-0.0070 (0.0053)	-0.0110 (0.0143)	-0.0118 (0.0182)	-0.0945 (0.0320)***
Constante	0.1465 (0.0476)***	0.2084 (0.0356)***	0.1697 (0.0390)***	0.1371 (0.0505)***	0.0417 (0.2259)
Pseudo R2	0,0294	0,0495	0,0568	0,0655	0,0872
Modelo Utilizado: Equação 7	$CAG_2_{it} = \beta_0 + \beta_1 DUAL_{it} + \beta_2 INDEP_{it} + \beta_3 TCA_{it} + \beta_4 MED_REM_CA_{it} + \beta_5 NM_{it} + \beta_6 C-Score_{it} + \varepsilon$				

Legenda: CAG_2: Custo de Agência 2 (Ineficiência nos gastos); DUAL: Dualidade; INDEP: Independência do CAD; TCAD: Tamanho do Conselho de Administração; REM_MED: Média da Remuneração do Conselho de Administração; NM: Novo Mercado; C-Score: Métrica do Conservadorismo.

* = Significante a 10% | ** = Significante a 5% | *** = Significante a 1%

Fonte: Dados da Pesquisa, 2017.

A equação 7 tem como variável dependente a Ineficiência nos Gastos, que é medida pela relação entre as Despesas Administrativas e Receitas Totais. Como explicado por Ang, Cole e Lin (2000), esta medida representa os gastos excessivos da empresa, incluindo os

custos com regalias aos gestores, uma vez que, a contabilização desses benefícios muito provavelmente é lançada no grupo das Despesas Administrativas.

H1: Quando maior é o conservadorismo contábil, menor será o custo de agência.

O sinal esperado para esta hipótese foi encontrado, entretanto os coeficientes não foram significantes estatisticamente, desta forma, a o conservadorismo contábil não foi determinante para a redução do custo de agência medido pela Ineficiência nos Gastos.

Nesse contexto, pode-se inferir ter havido diminuição das despesas administrativas, ou um aumento das receitas totais das empresas, dois fatos que fazem os custos de agência avaliados por Ineficiência nos Gastos serem menores.

Pela não confirmação da H1, não foi possível corroborar Ahmed e Duellman (2007), assim como quando a H1 foi testada pela Equação 6.

H2- O Novo Mercado tem uma relação negativa com o custo de agência.

Os resultados das estimativas mostraram evidências de que fazer parte do Novo Mercado fez com que essas empresas fossem mais eficientes com seus gastos expressos pelas despesas administrativas. A Hipótese 2 foi confirmada por ter sido significante a 1% nos 3 quantis mais altos da distribuição, e a 5% no quantil 25. Este fato implica que, as empresas com menores ineficiências nos gastos foram aquelas que estavam no Novo Mercado.

De certa forma, este pode ser um indício de que obedecer aos princípios estabelecidos pela bolsa para a adequação ao mais alto nível de governança corporativa foi positivo no tocante a utilização eficiente dos recursos.

H3: Empresas com conselhos de administração mais independentes apresentam menores custos de agência.

Esta Prática de Governança Corporativa não foi determinante para a redução da ineficiência dos gastos para as empresas estudadas, então os resultados deste teste não concordaram com os achados de Anderson, Mansi e Reeb (2004), de que a independência tem relação negativa no custo de agência, fato que implica a não confirmação da H3. Por outro lado, esse resultado corroborou com os resultados de Singh e Davidson (2003), que ter maior independência do conselho não implicou em redução nos custos de agência.

H4: Existe uma relação positiva entre a Dualidade de Funções do CEO e *Chairman* e os custos de agência.

A não confirmação da hipótese 4 pode atentar para o fato de que, assim como no teste desta hipótese para o modelo da Equação 6, nos casos de empresas que há dualidade, os gestores indicam estar empenhados na busca pela redução das despesas administrativas, assim como no aumento das receitas, indicando um bom alinhamento de interesses entre os CEOs e os investidores. Desta forma, os resultados para a Dualidade não concordam com Jensen (1983), Weisbach (1988) e McKnight e Weir (2009).

H5: Quanto maior o tamanho do conselho, maior será o custo de agência.

As empresas que tiveram maiores Conselho de Administração não foram exatamente as que tiveram maior ineficiência dos gastos, mas pelo contrário. Este ocorrido indica que quanto maiores os conselhos, mais eficientes foram nos quesitos “redução de despesas administrativas” e “aumento nas receitas auferidas”.

Com os resultados para o teste da H5, a presente pesquisa não corrobora com os achados empíricos de Lipton e Lorsch (1992), Jensen (1993), Yermack (1996), Anderson, Mansi e Reeb (2004) e Guest (2009), que afirmaram que quanto maior o conselho, maior será a influência negativa no desempenho, desta forma, há indícios de que grandes empresas precisem de mais membros no conselho para poderem gerir melhor os recursos e otimizar suas operações.

H6: Quanto maior a remuneração dos executivos, maior é o custo de agência.

As empresas que apresentaram maior remuneração dos executivos não foram exatamente as mais ineficientes na utilização dos seus gastos. Os incentivos que os CEOs têm para atingir as metas traçadas podem ter sido recebidos por eles de maneira merecida, pois mesmo que as remunerações tenham sido maiores, os custos de agência gerados pela ineficiência nos gastos não ocorreram. Esse fato corrobora com Jensen e Murphy (1990), que citam que a teoria da agência indica que a remuneração recebida por um executivo deve gerar incentivos a maximização dos benefícios para os acionistas. Diante dos resultados, a H6 foi não confirmada.

Quando o custo de agência foi medido com base na ineficiência dos gastos, apenas estar no Novo Mercado foi um fator determinante para a melhor utilização dos recursos com base nos gastos ocorridos e nas receitas criadas. Nem o Conservadorismo Contábil, nem as Práticas de Governança Corporativa conseguiram inibir esses custos de agência, implicando que apenas estar no Novo Mercado foi importante para o alívio desses custos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sabendo que o custo de agência deriva das relações conflituosas de agência, este trabalho visou averiguar a relação existente entre o custo de agência com o conservadorismo contábil e com as Práticas de Governança Corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. A lacuna na literatura nacional sobre pesquisas empíricas a respeito de custos de agência sob a perspectiva da gestão ainda tem muito para ser explorada.

Este trabalho explorou algumas Práticas de Governança Corporativa, assim como o Conservadorismo Contábil, os quais são mais suscetíveis a influência da gestão, pois são os gestores os responsáveis por aplicar essas atividades que podem influenciar diretamente na gestão das empresas. A amostra é formada por 239 empresas que compuseram o último IBrX100 divulgado em cada ano entre 2010 a 2015.

Os resultados da pesquisa mostraram que quando os custos de agência foram analisados por meio do Giro do Ativo, o Conservadorismo Contábil foi determinante para a redução dos custos, mostrando-se uma ferramenta importante para a gestão da empresa, corroborando com Chi, Liu e Wang (2009), implicando que o conservadorismo contábil é uma alternativa/complemento à governança corporativa, pois auxilia no combate ao conflito de agência e consequentemente a diminuição dos custos de agência.

Por outro lado, a adesão às Práticas de Governança Corporativa não foi significativamente importante para reduzir a perda da utilização ineficiente das receitas para a geração de ativos, que geram os custos de agência medidos pelo Giro do Ativo. Quando o custo de agência foi medido pela relação entre as Despesas Administrativas e as Receitas Totais, apenas o fato de estar no Novo Mercado foi determinante para a redução desses custos.

Os resultados da pesquisa permitiram concluir a influência do Conservadorismo Contábil na redução dos custos de agência, principalmente nas empresas com conservadorismo moderado, assim como a importância de que estar no novo mercado é determinante para redução dos custos de agência.

5.1 Limitações da Pesquisa

A principal limitação da pesquisa ocorre pelo fato de que a análise foi feita em um curto período de 6 anos, com poucas empresas. Para medir o conservadorismo eram

necessários dados de empresas que apresentassem alto grau de liquidez, desta forma optou-se por utilizar o IBrX-100, o que reduziu muito a amostra

5.2 Sugestões para Pesquisas Futuras

Para próximas pesquisas sugere-se aumentar o período analisado, utilizar mais práticas de governança corporativa que meçam a influência da gestão, assim como estabelecer outras métricas para custos de agência.

REFERÊNCIAS

- AHMED, A. S.; DUELLMAN, S. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 43, n. 2, p. 411-437, 2007.
- ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S.; COSTA, F. M. Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 2, p. 117, 2008.
- ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 315-342, 2004.
- BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 83-128, 2005.
- BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of accounting and economics**, v. 24, n. 1, p. 3-37, 1997.
- BEASLEY, M.; CARCELLO, J.; HERMANSON, D. Fraudulent financial reporting: 1987-1997. **An analysis of US public companies. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission**, 1999.
- BEAVER, W. H.; RYAN, S. G. Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. **Review of Accounting Studies**, v. 10, n. 2, p. 269-309, 2005.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71-92, 2003.
- BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. **The Journal of Business**, v. 76, n. 3, p. 455-475, 2003.
- BLACK, R.; NAKAO, S. H. Heterogeneidade na qualidade do lucro contábil entre diferentes classes de empresas com a adoção de IFRS: evidências do Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 73, p. 113-131, 2017.
- BLISS, J. H. **Management through accounts**. Ronald Press Company, 1924.
- BOMFIM, E. T.; TEIXEIRA, W. S.; MONTE, P. A. Relação entre o disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no Ibrx-100. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 10, n. 1, 2015.
- CAMPOS, Samuel A. C. **Eficiência econômica e ambiental da produção leiteira em Minas Gerais**. Dissertação, mestrado em economia aplicada. Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 2011.
- CARTER, D. A.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G. Corporate governance, board diversity, and firm value. **Financial Review**, v. 38, n. 1, p. 33-53, 2003.

- CHI, W.; LIU, C.; WANG, T. What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 5, n. 1, p. 47-59, 2009.
- CHOU, H.; CHUNG, H.; YIN, X. Attendance of board meetings and company performance: Evidence from Taiwan. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 11, p. 4157-4171, 2013.
- COELHO, A. C. D. **Qualidade informacional e Conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil**. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2007.
- COSTA, C. C. M. et al. Fatores associados à eficiência na alocação de recursos públicos à luz do modelo de regressão quantílica. **Revista de Administração Pública**, v. 49, n. 5, p. 1319-1347, 2015.
- DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 01, p. 1-36, 2003.
- EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O'HARA, M. Is information risk a determinant of asset returns?. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 5, p. 2185-2221, 2002.
- EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 327-349, 1983.
- FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- GORDON, J. N. The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices. **Stanford Law Review**, p. 1465-1568, 2007.
- GUEST, P. M. The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. **The European Journal of Finance**, v. 15, n. 4, p. 385-404, 2009.
- HARRIS, M.; RAVIV, A.. Some results on incentive contracts with applications to education and employment, health insurance, and law enforcement. **The American Economic Review**, v. 68, n. 1, p. 20-30, 1978.
- HENRY, D. Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 18, n. 1, p. 24-46, 2010.
- HOLTZ, L. et al. Análise do tamanho do conselho de administração: evidências no mercado brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 6, n. 3, p. 321-347, 2013.
- IATRIDIS, G. E. Audit quality in common-law and code-law emerging markets: evidence on earnings conservatism, agency costs and cost of equity. **Emerging Markets Review**, v. 13, n. 2, p. 101-117, 2012.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C. Organization theory and methodology. **The Accounting Review**, v. 58, n. 2, p. 319-339, 1983.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

KHALIFA, M.; OTHMAN, H. B. The effect of conservatism on cost of capital: MENA evidence. **Applied Economics**, v. 47, n. 1, p. 71-87, 2015.

KHAN, M.; WATTS, R. L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. **Journal of accounting and Economics**, v. 48, n. 2, p. 132-150, 2009.

KOENKER, R. **Quantile Regression**. Cambridge university press, 2005.

KOENKER, R.; BASSETT, G. Regression quantiles. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 33-50, 1978.

LAFOND, R.; WATTS, R. L. The information role of conservatism. **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 447-478, 2008.

LAMBERT, R. A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 3-87, 2001.

LARA, J. M. G.; OSMA, B. G.; PENALVA, F. Accounting conservatism and corporate governance. **Review of Accounting Studies**, v. 14, n. 1, p. 161-201, 2009.

LAUX, V. Effects of litigation risk on board oversight and CEO incentive pay. **Management Science**, v. 56, n. 6, p. 938-948, 2010.

LIMA, A. S. D. et al. Estágios do Ciclo de Vida e Qualidade das informações Contábeis no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 3, p. 398-418, 2015.

LIPTON, M.; LORSCH, J. W. A modest proposal for improved corporate governance. **The Business Lawyer**, p. 59-77, 1992.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo, Atlas, 2012.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, p. 65-79, 2006.

MCKNIGHT, P. J.; WEIR, C. Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 2, p. 139-158, 2009.

MENDES, D. L. **Especificação de um modelo para explicação e projeção de retornos do IBRX-100**. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, 2015.

MOURA, F. V. et al. **Conflitos de Agência, Legitimidade e o discurso sobre Governança Corporativa: o caso Petrobras**. XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2014.

PETSCHER, Y.; LOGAN, J. A. Quantile regression in the study of developmental sciences. **Child Development**, v. 85, n. 3, p. 861-881, 2014.

RYAN, H. E.; WIGGINS, R. A. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. **Journal of Financial Economics**, v. 73, n. 3, p. 497-524, 2004.

SANTANA, M. H. O novo mercado e a governança corporativa. **Revista da CVM**, São Paulo, p. 4-8, dez. 2001.

SANTOS, L. P. G. et al. Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 56, p. 174-188, 2011.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, A. R. P. **Conservadorismo e herança institucional de financiamento das companhias abertas do Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2016.

SILVA, A. R. P.; PAULO, E.; SILVA, J. D. G. Efeitos da adoção das IFRS no Conservadorismo Contábil: uma análise sob a ótica dos Setores Econômicos. **Amazônia, Organizações e Sustentabilidade**, v. 5, n. 1, p. 115-131, 2016.

SILVA, R. L. M. **Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2013.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SINGH, M.; DAVIDSON, W. N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, n. 5, p. 793-816, 2003.

SMITH, C. W.; WATTS, R. L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. **Journal of financial Economics**, v. 32, n. 3, p. 263-292, 1992.

WATTS, R. L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. **Accounting horizons**, v. 17, n. 3, p. 207-221, 2003.

WATTS, R. L. Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities. **Accounting horizons**, v. 17, n. 4, p. 287-301, 2003b.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, p. 131-156, 1990.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. **Journal of financial Economics**, v. 20, p. 431-460, 1988.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n. 2, p. 185-211, 1996.

YUNOS, R. M.; SMITH, M.; ISMAIL, Z. The Relationship Between Board Skills and Conservatism: Malaysian Evidence. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, v. 8, n. 8, p. 1173, 2012.