



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DA PARAÍBA-UEPB
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS -CCSA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
ESPECIALIZAÇÃO EM CONTABILIDADE DE CUSTOS PARA TOMADA DE
DECISÃO**

ÁDRIA TAYLLO ALVES OLIVEIRA

**CUSTO DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA: Um estudo
nas companhias do setor energético brasileiro**

CAMPINA GRANDE-PB
2016

ÁDRIA TAYLLO ALVES OLIVEIRA

**CUSTO DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA: Um estudo
nas companhias do setor energético brasileiro**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Estadual da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do título de Especialista em Custos para tomada de decisão.

Área de concentração: Custos.

Orientadora: Me. Eliedna de Sousa Barbosa

É expressamente proibida a comercialização deste documento, tanto na forma impressa como eletrônica. Sua reprodução total ou parcial é permitida exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, desde que na reprodução figure a identificação do autor, título, instituição e ano da dissertação.

O48c Oliveira, Ádria Tayllo Alves
Custo de agência e governança corporativa [manuscrito] : um estudo nas companhias do setor energético brasileiro / Ádria Tayllo Alves Oliveira. - 2016.
43 p.

Digitado.
Monografia (Contabilidade de Custos para Tomada de Decisão) - Universidade Estadual da Paraíba, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, 2016.
"Orientação: Profa. Ma. Eliedna, de Sousa Barbosa, Departamento de Ciências Contábeis".

1. Custo de agência. 2. Governança corporativa. 3. Setor energético. I. Título.

21. ed. CDD 658.15

ÁDRIA TAYLLO ALVES OLIVEIRA

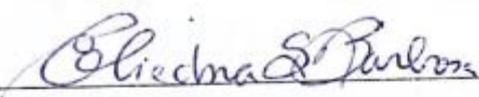
**CUSTO DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA: Um estudo
nas companhias do setor energético brasileiro**

Monografia apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Estadual da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do título de Especialista em Custos para tomada de decisão.

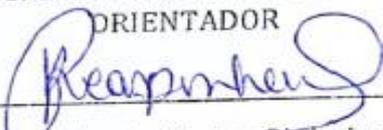
Área de concentração: Custos

Aprovada em: 10/08/2016.

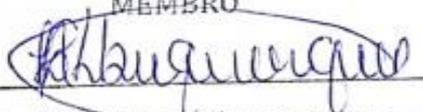
BANCA EXAMINADORA



Me. Eliedna de Sousa Barbosa
ORIENTADOR



Me. Karla Roberta Castro-Pinheiro Alves
MEMBRO



Me. Lúcia Silva Albuquerque

MEMBRO

Aos meus pais, irmãos, meu noivo e sobrinhos que não mediram esforços para que eu chegasse até esta etapa de minha vida. DEDICO.

AGRADECIMENTOS

A Deus pela sua infinita graça, e por ter me concedido inúmeras vitórias. Á nossa senhora Aparecida, mãe e protetora! Minha mãe, rainha do céu e terra que tens me carregado nos braços dando-me força para seguir.

A meus pais (Jurandir Alves Meira e Rejane Maria Oliveira Meira) que dedicaram sua vida aos seus filhos, que ensinaram tudo o que sou “coração mole, mas nobre”.

Aos meus irmãos (Alan Jonny e Andreza Pricila) por ter me aguentado, quando eu mesma não me suportava. Ao apoio espiritual, financeiro, moral. Obrigada meus irmãos! Aos meus sobrinhos (Vinícius, Ricardinho e Arthur) minha motivação e força diária são vocês, por isso dedico meu amor sem limite.

A meu noivo (André Ricardo), presente que Deus me concebeu. Obrigada por me aguentar, incentivar e principalmente por me amar. Você tem sido meu porto seguro, meu refúgio.

A professora Eliedna Barbosa, pelas orientações tanto na graduação quanto na especialização. Obrigada pela dedicação e carinho que devotas a mim. Saibas que és exemplo de mulher e profissional.

Aos professores do Curso de Especialização da UEPB, em especial, Isabel Barbosa, Roseane, Karla Roberta, Elinilton, Lúcia, Janaina, Péricles, Ricardo, Ednadi, Cláudio Leôncio e aos demais professores do departamento de Ciências Contábeis que contribuíram ao longo de trinta meses, por meio das disciplinas e debates, para o desenvolvimento desta pesquisa.

Aos funcionários da UEPB, Serginho e Débora pela presteza no atendimento quando nos foi necessário.

Aos colegas de classe pelos momentos de amizade e apoio.

“A ciência é uma ferramenta do espírito ocidental e com ela se abrem mais portas do que as mãos vazias” (Jung, 1984).

RESUMO

Os custos de agência surgem da dissolução entre proprietário e o administrador da empresa, e são denominados de gastos necessários para reduzir a assimetria informacional, alinhando o interesse do principal-agente. Neste sentido, a governança é um mecanismo que protege o capital dos proprietários, e que reduz o conflito de agência. Isto posto, o objetivo desta pesquisa é analisar o custo de agência e os mecanismos internos de governança corporativa nas companhias com e sem influência governamental do setor energético brasileiro. O universo da pesquisa abrange as empresas do setor energético brasileiro e os bancos de dados utilizados neste estudo foram o Economática® e formulário de referências no *website* da BM&FBOVESPA, sendo deles coletados 60 elementos, no período de 2010 a 2015 (10 empresas por ano). A pesquisa foi elaborada em duas fases: na primeira, analisaram-se, por meio estatístico descritiva e a segunda verificaram-se as médias das companhias sem e com participação estatal por meio do teste *Wilcoxon-Mann-Whitney*. Os resultados demonstraram que as companhias com participação estatal possuem maiores custos de agência ligados a variável TRA. Quando a variável é analisada for baseada nas despesas discricionárias (RDV) as empresas sem participação acionária detêm maiores custos de agência. Já tamanho e independência do conselho e média salarial da diretoria, evidenciou-se que ambas as companhias obtiveram médias iguais nas variáveis citadas. Ressalta-se que a única variável ligada a governança corporativa que não obteve média semelhante foi a concentração acionária, que revelou que as empresa sem participação estatal possuem maior concentração capital e tendem a ter maior custo de agência entre acionista majoritário e minoritária.

Palavras-chave: Custo de Agência; Governança Corporativa; Setor energético.

ABSTRACT

Agency costs arise from the dissolution of the owner and administrator company, and are denominated expenditures needed to reduce information asymmetry, aligning the interests of the principal-agent. In this sense, governance is a mechanism that protects the capital of the owners, and reducing the agency conflict. That said, the objective of this research is to analyze the cost of agency and the internal mechanisms of corporate governance in companies with and without government influence the Brazilian energy sector. The research universe encompasses companies in the Brazilian energy sector and the databases used in this study were Economática® and form references on the website of BM&FBOVESPA, and their collected 60 elements, in the period 2010 to 2015 (10 companies per year). The research was developed in two phases: first, were analyzed by descriptive statistical means and the second there were the average of companies with and without state participation by the Wilcoxon-Mann-Whitney test. The results showed that companies with state participation have higher agency costs linked to TRA variable. When the variable is analyzed is based on dictionaries expenses (RDV) companies without shareholding hold higher agency costs. Already size and independence of the board and average wage board, it became clear that both companies have obtained equal means in the mentioned variables. It is noteworthy that the only variable linked to corporate governance that did not get average was similar to ownership concentration, which showed that the company without state participation have higher capital concentration and tend to have higher cost of agency between majority and minority shareholders.

Keywords: Agency Costs ; Corporate governance; Energy sector

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Composição da amostra	27
Quadro 2	Classificação das empresas por composição acionária	28
Quadro 3	Composição das variáveis do custo de agência	29
Quadro 4	Teste <i>Mann-Whitney</i> variável TRA	34
Quadro 5	Teste <i>Mann-Whitney</i> variável RDV.....	35
Quadro 6	Teste <i>Mann-Whitney</i> variáveis de governança corporativa	35
Quadro 7	Mercado acionário das companhias do setor energético	36

TABELAS

Tabela 1	Codificação da variável dependente	28
Tabela 2	Composição das variáveis do Independentes	29
Tabela 3	Variável de custo de agência – TRA	30
Tabela 4	Variável de custo de agência-RDV	31
Tabela 5	Estatística descritiva das variáveis de governança corporativa	32
Tabela 6	Resultado do teste de normalidade das variáveis independentes	33

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EP	Estrutura de propriedade
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança
Ind	Independência do conselho de administração
PartEs	Participação majoritária estatal
RDV	Relação da despesa com as Vendas
Rem	Remuneração média dos executivos
TC	Tamanho do Conselho de Administração
TRA	Taxa de Giro dos Ativos
UEPB	Universidade Estadual da Paraíba

LISTA DE SÍMBOLOS

- © Copyright
- ® Marca Registrada
- % Porcentagem

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	OBJETIVOS	15
1.1.1	Objetivo Geral.....	15
1.1.2	Objetivo Específicos.....	15
1.3	JUSTIFICATIVA.....	16
2	REVISÃO DE LITERATURA	18
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA	18
2.2	MENSURAÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA.....	20
2.3	CARACTERÍSTICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	22
3	ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	26
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	26
3.2	UNIVERSO E AMOSTRA DA PESQUISA.....	26
3.3	PROCEDIMENTO PARA COLETA DE DADOS	27
3.4	COMPOSIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	28
3.4.1	Variável dependente.....	28
3.4.2	Variáveis independente de custo de agência.....	29
3.4.3	Variáveis independente dos mecanismos internos de governança corporativa..	29
3.5	PROCEDIMENTO DE ANÁLISE.....	30
4	ANÁLISE E APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS.....	30
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	30
4.2	TESTE DE NORMALIDADE E TESTE DE MÉDIAS.....	33
5	CONCLUSÃO.....	36
	REFERÊNCIAS.....	38

1 INTRODUÇÃO

A economia no século XX enfrentou transformações que a tornou cada vez mais dinâmica e globalizada. Para Arruda, Madruga e Júnior (2008), compreender essas transformações que ocorreram e estão ocorrendo tanto na economia quanto na estrutura e organização das firmas, por meio dos mecanismos de atuação das empresas são fundamentais para sua continuidade dentro de um mercado.

É nesse contexto, que a dissolução entre a função do proprietário da empresa e do administrador da mesma fundamenta-se a Teoria da agência no qual, surgiu o conflito de interesse entre o principal “proprietário” e o agente “gestor” (MALACRIDA & YAMAMOTO, 2006).

A teoria da agência definida por Jensen e Meckling (1976), baseia-se em um modelo de tomada de decisão para mais de um indivíduo, tendo um enfoque prescritivo, embasado num modelo normativo que envolve a teoria da utilidade, no qual cada indivíduo deseja maximizar sua utilidade (HENDRIKSEN & BREDA, 1999).

Para Lambert (2001) a Teoria da agência tem suas raízes na literatura da economia da informação. Como tal, a contabilidade e outras ciências são postas num cenário explícito de tomada de decisão, ou seja, essa teoria permite a ampla divulgação das informações a seus diversos agentes, para que estes possam ter subsídios confiáveis para o processo de tomada de decisão.

Contudo, a teoria agência é explícita ao evidenciar que as informações não são simétricas, como imaginava-se as teorias econômicas clássicas. Essa não simetria denomina-se de conflito de agência, no qual o indivíduo é influenciado a uma tomada de decisão tendenciosa, visto que um agente que possui conhecimento privilegiado poderá se beneficiar em relação a outro que não possui as mesmas instruções.

Com o objetivo de mitigar o conflito de agência, as empresas investem cada vez mais em mecanismos que venham a alinhar os interesses das partes envolvidas, esse investimento denota-se custo de agência. Desta maneira, Jensen e Meckling (1976) define custo de agencia como somatória dos custos de elaboração e estruturação de contrato realizado entre o principal (acionista) e agente (gestor); as despesas de monitoramento das atividades dos gestores pelos acionistas; gastos realizados pelo administrador para demonstrar ao proprietário que suas ações não prejudicaram a empresa e proprietário; e as perdas resíduas decorrente das divergências entre as decisões do gestor e as decisões do proprietário (onde cada possui o propósito de maximizar sua utilidade).

Assim custos de agência são custos, despesas ou investimentos necessários para reduzir o conflito, alinhando os objetivos dos executivos e administradores. Corroborando com essa afirmação Ang, Cole e Lin (2000) define o custo de agência como investimento ou gasto dispendido para igualar as informações entre o agente interno e externo, e nesse estão inclusos o custo de transação, custo para implantação e custo para a manutenção dos mecanismos de governança corporativa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2015, p. 10), define governança corporativa sendo:

Um sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

O objetivo desse mecanismo é de extrema importância prática, uma vez que mesmo nas economias mais avançadas há uma grande preocupação em desenvolver mecanismos que protejam o capital dos proprietários, assegurando maior confiabilidade ao mercado. (PEREIRA & VILASCHI, 2006). Para Chagas (1993, p. 02) os mecanismos de governança são essenciais pois:

Trata-se de um sistema que, usando principalmente o conselho de administração, a auditoria externa e o conselho fiscal, estabelece regras e poderes para conselhos, comitês, diretoria e outros gestores, procurando prevenir abusos de poder e criando instrumentos de fiscalização, princípios e regras que possibilitem uma gestão eficiente e eficaz. É, portanto, assunto de interesse relevante para os que atuam nas áreas de controladoria e contabilidade.

Os mecanismos internos mais relevantes na atuação da governança corporativa são o conselho de administração, remuneração dos gestores, como parte dos incentivos gerenciais e a estrutura de propriedade “concentração de capital” (MACHADO, FERNANDES & BIANCHI, 2016).

Desta forma, pode-se afirmar que o conselho de administração é parte fundamental das práticas de governança, pois fiscaliza o desempenho dos diretores, assegurando o retorno do capital investido pelos acionistas. Hermalin e Weisbach (2003) complementam, ao afirmar que, o conselho de administração é uma instituição que ajuda a resolver problemas de agência, inerentes à gestão de uma organização.

De acordo com Franco, Severino Júnior e Rodrigues (2013), o sistema de remuneração de executivos relaciona-se ao fato do principal delegar ao agente o direito de tomar decisões em troca de remuneração, sendo essa um incentivo para que o agente aumente

a riqueza do principal. Essa remuneração deve estar relacionada com metas e objetivos para que o agente consiga gerar valor econômico para a empresa (FRANCO et al., 2013).

No que refere-se a estrutura de propriedade é um mecanismo interno, ligado a concentração acionária, que pode estar relacionado ao desempenho e ao controle do negócio, variando na sua forma em relação ao tipo de ações lançadas no mercado e a quantidade de ações mantidas pelo controlador, seja ele estatal ou privado (FRANCO et al., 2013).

Por fim, Gotaç, Montezano e Lameira (2015) afirmam, que as empresas que possuem participação estatal (acionista majoritário) têm objetivos voltados para a construção de uma sociedade justa, baseado no desenvolvimento econômico nacional e a promoção do bem de todos. Estes objetivos diferem dos meramente empresariais, assim, os custos de agência tendem a ser maiores para empresas privadas de capital aberto sem influência governamental, logo os níveis de governança corporativa na tende a ser maior nessas empresas, já que os custos de agencia seriam investimentos para redução do conflito de agência.

Este trabalho, busca estudar uma nova concepção envolvendo custo de agência e governança corporativa, buscando responder a seguinte problemática: **Como o custo de agência e os mecanismos internos de governança corporativa comporta-se nas companhias com e sem influência governamental do setor energético brasileiro?** Ressalta-se que as características governança corporativa analisadas nesta pesquisa são os atributos do conselho de administração, a estrutura de propriedade e controle e sistema de remuneração da diretoria.

1.1 OBJETIVO

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar o custo de agência e os mecanismos internos de governança corporativa nas companhias com e sem influência governamental do setor energético brasileiro.

1.1.2 Objetivos Específicos

- 1- Identificar as companhias que farão parte da amostra selecionadas, no período de 2010 a 2015, conforme Revista Exame;
- 2- Verificar por meio de análise descritivas os custos de agência e governança corporativa no setor energético brasileiro;
- 3- Comparar por meio de teste de médias os custos de agência e a governança corporativa das companhias do setor energético com e sem influência governamental.

1.2 JUSTIFICATIVA

A Teoria da agência nasce em decorrência dos avanços das atividades empresarias permitiu que novas formas de contratos surgissem. Foi através da Teoria agência surgiu a figura do “principal” na concepção do acionista que não e será o administrador da empresa, ou seja, não será responsável gestão dos seus bens, sendo o “agente” responsável por essa gestão.

Objetivo da Teoria da agência é analisar e conhecer com maior detalhamento o papel da empresa no mercado, de forma a configurar adequadamente uma série de relações complexas (principal-agente) que existem no seio da estrutura organizacional (COSENZA, ALEGRÍA & LAURENCE, 2011).

O conflito surgir quando principal delega poderes, no sentido de gerir seus bens, ao gestor, contudo o agente, que deveria agir para atingir o objetivo do principal, razão pelo o qual foi contratado, atua para satisfazer seu próprio interesse, maximizando sua utilidade. Os diferentes interesses é o que motiva a assimetria da informação, pois os agentes, sejam acionistas, administradores e credores objetivam benefícios e incentivos distintos (DAMODARAN, 2004).

Assim, as empresas investem cada vez mais em mecanismos que combatam o problema de agência, esses gastos são denominados Custos de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976) o custo de agência depende das regras estabelecidas entre agente e principal e da criatividade humana na elaboração de contratos que irão lhe beneficiar, deste modo os autores citados definem os custos de agência sendo todos aqueles frequentemente designados para alinhar os interesses do acionista e do gestor, a exemplo custos de contratação, custos de transação, custos de risco moral e custos de informação.

Um mecanismo que minimiza os problemas de agência são as práticas de governança corporativa, que refere-se série de medidas para convergir interesses dos envolvidos, objetivando, acima de tudo, o sucesso da empresa, afirma o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2009).

Dentre as características a serem analisadas no mecanismo interno de governança corporativa estão:

- O tamanho e independências do conselho de administração. Ressalta-se que Conselho tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários,

monitorar e supervisionar a gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos (ANDRADE et al., 2009).

- Remuneração da diretoria, considerado um mecanismo de incentivo e de compensação dos denominados “agentes” (FERNANDES & SILVA, 2013).
- Participação estatal majoritária, refere-se à participação do governo com acionista majoritário, visto seus objetivos sociais tende a ter menores conflitos de agência, assim menores serão os custos para alinhar os interesses de agente e principal (GOTAÇ et al., 2015).

Ressalta-se que a participação estatal faz-se presente neste estudo, visto que o setor energético possuem grande números de empresas com controle acionário do governo. Desta maneira, o estudo justifica-se pelas seguintes inferências:

Na literatura nacional e internacional, são extremamente escassas as pesquisas que mensurem os custos de agência, sendo encontrados os estudos Ang, Cole e Lin (2000); Singh e Davidson (2003), que mensuraram os custos de agência através da taxa de giro dos ativos (TRA), ou seja, quando a variável possui baixa rotatividade o ativo não foi empregado de forma a gerar receita, logo os custos de agência são elevados. A outra variável definida pelos autores supracitados são a divisão das despesas de vendas, gerais e administrativas pelas receitas de vendas anuais (RDV), uma medida de despesas discricionárias da gestão, são aquelas despesas que o administrado tem certa autonomia, podendo-as usa-la para benefícios próprio. Ressalta-se que tanto Ang, Cole e Lin (2000), quanto Singh e Davidson (2003), propuseram discutir as formas de mensurar os custos de agência, não correlacionaram com as características de governança corporativa.

Assim, também são limitados estudos como os custos de agência e características de governança corporativa, desta maneira, na literatura brasileira destaca-se a pesquisa de Gotaç et al. (2015), todavia o trabalho focou exclusivamente em empresas com influência governamental. Neste sentido, esta pesquisa se diferencia do realizado por Gotaç et al. (2015), pois abordará as características dos custos de agência e das práticas de governança em companhias do setor energético tendo companhias com participação e sem estatal.

Por fim, espera-se contribuir para um aprofundamento no conhecimento referentes as práticas de governança corporativa e sua relação com custos de agência, e principalmente permitir que a partir deste trabalho nova pesquisas a respeito desses mecanismos sejam fomentados.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA (*AGENCY THEORY*)

A ciência contábil baseia-se nas atividades empresariais sob a forma de contratos podem ser formais ou até mesmo informais, esse contrato gera o conhecimento compartilhado ou definido como “conhecimento comum”, onde cada parte está ciente dos direitos, deveres e obrigações. Assim também discorre Sunder, (2014) ao elencar que para a Contabilidade a atividade empresarial é definida como um conjunto de contrato entre os diversos agentes (consumidores, empregados, auditores, credores, acionistas e governo) uma criação jurídica constituída por uma malha contratual, onde se define o que se esperar de cada agente.

Contudo, esse contrato comum desconsidera o conflito derivado da teoria da agência, que nasceu a partir de uma corrente de pensamento econômico que visou solucionar problemas associados a delegação de autoridade e à tomada de decisão.

Detectou-se por meio de tal teoria que as informações não eram simétricas como se imaginava na teoria econômica clássica para os diversos agentes. Esse nível diferenciado passou a ser chamado de assimetria da informação ou conflito de interesse, definido por Jensen e Meckling (1976).

O objetivo da teoria da agência era analisar e conhecer com maior detalhamento o papel da empresa no mercado, de forma a configurar adequadamente uma série de relações complexas que existem no seio da estrutura organizacional (COSENZA, ALEGRÍA & LAURENCE, 2011).

Ressalta-se que a Teoria da agência parte, diluição do proprietário-gestor. Arruda, Madruga e Júnior (2008, p.78), afirmam que:

A Teoria da Agência trata da transferência de riqueza entre principal e agente, ocorrida quando o primeiro delega poderes e autoridade para o segundo tomar decisões, momento em que surge a possibilidade de transferência de riqueza. O cerne da Teoria consiste em o principal saber que poderá perder parte de sua riqueza e, em compensação, procurar conseguir do agente os melhores desempenhos.

Teoria da Agência segundo Lambert (2001), tem suas raízes na literatura da economia da informação. Como tal, a contabilidade e outras ciências são postas num cenário explícito de tomada de decisão, ou seja, essa teoria permite a ampla divulgação das informações a seus diversos agentes.

O conflito de agência ocorre quando os interesses dos acionistas são bastante diferentes dos interesses dos administradores da empresa e das outras classes de participantes, cada grupo que relaciona-se com companhia tem aspirações diferentes (LOPES E MARTINS,

2005). Desta forma, o problema da agência ocorre quando o agente, que deveria agir para atingir o objetivo do principal, razão pelo o qual foi contratado, atua para satisfazer seu próprio interesse.

Os conflitos dos agentes de acordo com Lambert (2001, p. 04), tem quatro pontos importantes dentre estas razões:

1. Aversão ao esforço pelo agente,
2. O agente pode desviar recursos para consumo ou uso privado,
3. 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,
4. Diferente aversão ao risco por parte do agente.

Os diferentes interesses é o que motiva a assimetria da informação, pois os agentes, sejam acionistas, administradores e credores objetivam benefícios e incentivos distintos (DAMODARAN, 2004).

Os problemas relacionados com essa não simetria da informação são: a seleção adversa (*adverse selection*) e risco moral (*moral hazard*). O Trabalho seminal de Arkelof (1970), tratam desses dois problemas, sendo que a seleção adversa ocorre no período pré-contrato, ou seja, quando o agente mantém informação confidencial antes do contrato, nesse caso, o principal pode verificar o comportamento do agente, mas a decisão ideal ou o custo dessa decisão, depende do agente que possui a informação privilegiada.

Enquanto o risco moral, ocorre quando a ação do agente não é verificada após o vínculo iniciado, o principal, no caso o acionista, não consegue visualizar a ação do gestor, e por não haver essa observação, o agente pode estar agindo para benefício próprio. De acordo com Jensen e Meckling (1976), os indivíduos desejam maximizar sua utilidade, seu comportamento está voltado para satisfazer seus objetivos pessoais.

Destaca-se que a Teoria da agência tem contribuído para o pensamento sistêmico das organizações, no que se refere o tratamento da informação “principalmente a necessidade de uma informação simétrica a todos os usuários”. Na teoria da agência, a informação é considerada como um bem: Tem um custo, e pode ser comprada. Isto dá um importante papel para sistemas de informação formais, tais como orçamentos, e conselhos de administração, e os informais, como supervisão gerencial, que melhore a qualidade da informação (EISENDHART, 1989).

Todavia, destaca-se que o conflito de agência impede a perfeita concorrência, visto que uma das partes detém informações privadas e/ou privilegiadas, bem como não permite

que os recursos sejam alocados de maneira eficiente, resultando principalmente na incerteza causada no mercado. Neste, sentido a próxima seção aborda a custos ligados ao alinhamento dos interesses entre o gestor e acionista.

2.2 MENSURAÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA

A teoria da Agência tem objetivo central analisar os conflitos e custos resultantes da separação do proprietário-gestor, e assim permitir diminuição do conflito de interesse.

Neste, sentido os custos de agencia são os gastos reais pertencentes aos contratos e pela capacidade das pessoas em estabelecer os contratos, seja de forma simples ou sofisticada, de acordo com a natureza da transação entre as partes e pela criação de incentivo do cumprimento dos mesmos (JENSEN & MECKLING, 1976).

As regras dos contratos que vise diminuir o conflito de agência, são produtos usados com fortes incentivos para os indivíduos minimizarem os conflitos de interesse. Assim, para Gotaç, Montezano e Lameira (2015) o principal pode limitar as divergências de seu interesse através da criação de incentivos para o agente e incorrendo em custos de monitoramento destinados a limitar as atividades em desacordo do agente. Em algumas situações, o principal remunera o agente para garantir que ele não vá tomar medidas que prejudiquem seus interesses. No entanto, é geralmente impossível garantir que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal.

Deste modo, os custos de agência podem ser definidos como sendo os seguintes gastos:

- Custos de elaboração e estruturação de contratos entre principal e o agente;
- Despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- Gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele;
- Perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências, entre as decisões que satisfaça o agente e as que iriam maximizar a riqueza do principal (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 308).

De forma sintética os custos de agência são os gastos para alinhar o interesse do proprietário e do gestor tendo como exemplo os custos de contratação, custos de transação, custos de risco moral e custos de informação. Para Bialoskorski Neto, Barroso e Rezende (2012), os custos de agência divide-se em:

- Os custos incorridos pelo conselho de administração e fiscal para monitorar as ações efetuadas pelos gestores;

- Os custos contratuais baseados em resultados, que objetivam convergir o interesse do agente para com o principal;
- O custo relacionado a redução de receita, que ocorre quando o gestor maximiza sua utilidade e por algum motivo o conselho não consegue monitorar, acarretando na diminuição de dado resultado.

As mensurações dos custos de agência são baseadas segundo a literatura existente em medidas de eficiência empresarial. Neste sentido, destaca-se os trabalhos Ang, Cole e Lin (2000) e Singh e Davidson (2003), Gotaç, Montezano e Lameira (2015) que utilizaram em suas pesquisas duas formas de obter as variáveis relacionadas ao custo de agência, a (I) primeira dar-se por meio da taxa de retorno do ativo-TRA, essa é obtida pela receita total de vendas dividido pelo ativo total, tal medida indica a eficiência no gerenciamento do ativo.

Para Gotaç, Montezano e Lameira (2015, p. 412) a medição por meio da taxa de retorno do ativo representa:

Uma medida é calculada através da relação entre as vendas anuais e os ativos totais. É o índice de eficiência de utilização dos ativos. Uma baixa taxa de utilização dos ativos indica elevados custos de agência e menor valor para a empresa. A empresa que possui alto giro de ativos demonstra alta geração de vendas e fluxos de caixa e maior valor da empresa.

A (II) segunda forma de mensurar custo de agência, de acordo como Ang, Cole e Lin (2000) e Singh e Davidson (2003), dar-se por meio da variável da relação entre as despesas administrativas, gerais e de vendas dividido pela receita total de venda -RDV, representa o quanto eficiente a empresa está gerindo seus gastos discricionários, incluindo as despesas para reduzir o conflito de agência.

Esta medida representa os gastos excessivos, incluindo a concessão de regalias. É a mensuração dos custos de agência através da medição da taxa de eficiência na gestão das despesas operacionais. Um alto índice evidencia elevados custos de agência e menor valor para a empresa (GOTAC, MONTEZANO e LAMEIRA, 2015, p. 412).

As variáveis utilizadas para medir os custos de agência, através de *proxy* de eficiência tem a capacidade de avaliar a tomada de decisão por do gestor, ou seja, saber se o mesmo conseguir gerir a companhia de forma a maximizar a riqueza dos acionistas, assim também discorre Gotac, Mentezano e Lameira (2015), ao avaliar as *proxys* dos custos de agência a exemplo da TRA é uma variável mede a capacidade do gestor em empregar os ativos de forma eficiente. Uma alta taxa de giro dos ativos indica um valor alto de receitas de vendas, assim como um fluxo de caixa operacional para um dado nível de ativos. Desta forma, se

espera que os custos de agência sejam inversamente relacionados com a taxa de giro dos ativos. Enquanto a RDV, uma medida de despesas discricionárias da gestão. Ao invés da utilização de todas as despesas operacionais, somente consideraram as despesas vendas, gerais e administrativa, de forma a focar nas despesas controladas pela gestão – gastos com salários, gratificações, escritórios, automóveis, etc. Se espera que os custos de agência oriundos de conflitos de agência, entre os acionistas e o gestor, sejam positivamente relacionados com a taxa de indicação de despesas discricionárias.

Ressalta-se que os custos de agência decorrem da necessidade de alinhar-se os interesses do principal com o agente, deste modo esses custos têm caráter permanente, uma vez que, as companhias de mercado acionários, que buscam constantemente investidores, sendo necessário demonstrar aos seus usuários que a empresa operará para maximizar a utilidade do principal (investidor), utilizando mecanismo como o da governança corporativa para reduzir a assimetria informacional ou conflito de interesse. Na próxima seção serão apresentadas as definições de governança, bem suas principais características.

2.3 CARACTERÍSTICAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2015), define governança corporativa como sendo, um sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

Assim, o objetivo da governança corporativa é de extrema importância prática, uma vez que mesmo nas economias mais avançadas há uma grande preocupação em desenvolver mecanismos que protejam o capital dos proprietários, assegurando maior confiabilidade ao mercado (PEREIRA & VILASCHI, 2006).

Os princípios básicos para as boas práticas de governança corporativa, são: transparência, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa. Segundo Gubiani, Heinzmann, Scarpin e Hein (2011), a transparência é a comunicação do desempenho econômico-financeiro, mas também de fatores que norteiam a ação empresarial e que conduzam a criação de valor. Para Arruda, Madruga e Júnior (2008, p. 74) a transparência deve-se:

Cultivar o desejo de informar, pois a comunicação interna e externa deve ser sempre da melhor qualidade. Quando a comunicação é espontânea, clara e rápida ela gera um clima de confiança, tanto internamente como externamente. A comunicação deve ocorrer em todos os setores da empresa, desde o econômico-financeiro até os fatores intangíveis que conduzem à criação de valor;

O princípio da equidade aborda o tratamento igualitário entre os acionistas minoritário e majoritário, bem como entre os diversos usuários da informação (GUBIANI, HEINZMANN, SCARPIN & HEIN, 2011).

Ressalta-se que a equidade é o tratamento justo e igualitário dos grupos minoritários, sejam de capital ou das demais partes interessadas, como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são inaceitáveis (ARRUDA, MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008).

O *accountability* trata-se da prestação de contas dos atos e fatos que tenha o gestor, praticado no exercício de sua função. Arruda, Madruga e Freitas Junior (2008, p. 74) define *accountability* como:

Prestação de contas (*accountability*): é o princípio segundo o qual todos os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Por fim, o princípio da responsabilidade corporativa que de acordo como Gubiani, Heinzmann, Scarpin e Hein (2011), refere-se a papel desempenhado pelos conselheiros e executivos do qual, tem a obrigação de zelar pela organização como uma estratégia empresarial ampla, que vise a continuidade operacional da organização.

Responsabilidade corporativa: os conselheiros e os executivos devem zelar pela perenidade das organizações e incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Ela é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. A “função social” da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estimular o desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia e melhoria de qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se, nesse princípio, a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008, p. 74).

Quanto aos mecanismos de governança corporativa esses são divididos em internos e externos. Dentre os mecanismos internos mais relevantes na atuação da governança corporativa pode-se citar o conselho de administração, remuneração dos gestores, como parte dos incentivos gerenciais e a concentração de capital (MACHADO, FERNANDES; BIANCHI, 2016).

No que refere-se ao instrumentos externo destaca-se o mercado de capitais, segundo Machado et al. (2016), o mercado acionário é considerado essencial para uma boa governança. No Brasil a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criaram níveis diferenciados para as empresas comprometidas com as

melhores práticas de governança corporativa, são eles: o nível 1, o nível 2 e o novo mercado. Ressalta-se que este estudo, tem como foco os mecanismos de governanças ligadas gestão interna da companhia, ou seja, praticas internas das mesmas.

Assim sendo, o papel desempenhado pelo conselho administrativo, que tem o objetivo de fiscalizar os gestores a fim de assegurar o capital investido pelos acionistas (Fama & Jensen, 1983).

Chagas (1993, p. 02) evidencia que:

A governança corporativa trata-se de um sistema que, usando principalmente o conselho de administração, a auditoria externa e o conselho fiscal, estabelece regras e poderes para conselhos, comitês, diretoria e outros gestores, procurando prevenir abusos de poder e criando instrumentos de fiscalização, princípios e regras que possibilitem uma gestão eficiente e eficaz. É, portanto, assunto de interesse relevante para os que atuam nas áreas de controladoria e contabilidade.

O Conselho tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários, monitorar e supervisionar a gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos (ANDRADE, SALAZAR, CALEGARIO & SILVA, 2009). Nas diretrizes de governança corporativa, definida pela BMF&FBOVESPA, o conselho é o principal órgão de administração, cabendo-lhe estabelecer as diretrizes para a atuação da companhia em busca de seus objetivos estratégicos. Além de aprovar os principais planos e metas organizacionais, estabelecer diretrizes específicas a serem implementadas internamente e monitorar o desempenho empresarial da companhia e de seus executivos. A eficácia desse órgão é expressa em várias características, tais como a sua dimensão, composição e imparcialidade ou neutralidade (Alkdai & Hanefah, 2012).

No presente estudo utilizou-se de características do conselho de administração definidas pela CVM (2002, p. 04), como:

A quantidade de membros para compor esse órgão, determinado entre cinco a nove membros, sendo que pelo menos dois conselheiros têm que ter experiência na área financeira para acompanhar detalhadamente a situação econômico-financeira da companhia; A independência do conselho, em que a maioria dos membros que compõe o conselho deve ser externos à administração da empresa e;

Outra característica da governança corporativa é o sistema de remuneração dos executivos, tendo o objetivo claro de alinhar os interesses da gestão e do proprietário. O IBCG (2015, p. 69) relata que:

As remunerações dos gestores devem estar vinculadas aos resultados, com metas de curto e longo prazo relacionadas, de forma clara e objetiva, à geração de valor econômico e social para a cooperativa e seus cooperados. O objetivo é que a remuneração seja uma ferramenta efetiva de alinhamento dos interesses dos executivos com os da companhia.

Ressalta-se que remuneração da diretoria é interpretada pela teoria da agência como um dos mecanismos de incentivo e de compensação dos denominados “agentes”, os gestores das grandes corporações, que têm o seu capital pulverizado em milhares de acionistas (FERNANDES & SILVA, 2013).

A remuneração dos executivos, são bastante diversificadas, Segundo Murphy (2009) as práticas de remuneração em companhia são heterogeneidades como quatro componentes básicos para da gestão básicos: um salário-base, um bônus anual ligado ao desempenho contábil, opções de ações e planos de incentivos a longo prazo. Salienta-se que nesse estudo, será analisado o salário base divulgado no relatório de referência ou no relatório da administração.

Por fim, a estrutura propriedade representa uma das características da governança corporativa que de acordo com Torres, Bruni, Castro e Martinez (2009) as empresas brasileiras possuem grande concentração em sua estrutura de propriedade e controle. Desta maneira, no Brasil, os problemas de agência não surgem, na maior parte dos casos, em função dos conflitos entre acionistas e gestores, mas sim em função dos conflitos entre acionistas minoritários e majoritários. Estes últimos tendem a utilizar o capital e o poder em prol dos seus interesses particulares, indo de encontro ao que esperam os minoritários.

A estrutura de propriedade pode ser definida como o *mix* de capital selecionado pela empresa para realizar seus investimentos sendo composta por: proporção de capital de terceiros, ações preferenciais e ações ordinária (DANI, BECK, SANTOS & LAVARDA, 2013).

Desta maneira, a estrutura de propriedade é um mecanismo de governança corporativa ligadas ao controle interno. Para Franco, Júnior e Rodrigues (2013) a estrutura de propriedade estar relacionado ao desempenho e ao controle do negócio, variando na sua forma em relação ao tipo de ações lançadas no mercado e a quantidade de ações mantidas pelo controlador.

Outro ponto pertencente a estrutura de propriedade é participação estatal que para Gotaç, Montezano e Lameira (2015), as empresas que possuem participação estatal (acionista majoritário) tem objetivos do voltados para a construção de uma sociedade justa, para a garantia do desenvolvimento econômico nacional e a promoção do bem de todos. Estes objetivos diferem dos meramente empresariais e, a partir do momento em que o governo influencia na atuação empresarial, supõe-se que a relação de governança muda e isto afeta os custos de agência. Assim, os custos de agência maiores para empresas privadas de capital aberto sem influência governamental

Neste estudo serão analisadas as características de governança corporativa como: o tamanho, independência do conselho de administração, remuneração da diretoria, estrutura de propriedade e participação estatal majoritária bem como, a relação dessas com os custos de agência.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

As ciências caracterizam-se pela utilização de métodos científicos. Marconi e Lakatos (2006, p. 83) afirmam que “o método científico é um conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo (conhecimentos válidos e verdadeiros) traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista”.

Neste sentido, este capítulo possui como finalidade abordar os aspectos metodológicos da presente pesquisa, buscando classificar a sua natureza, a população e sua respectiva amostra, além dos meios utilizados para a investigação, coleta de dados e os instrumentos para a análise dos resultados.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Quanto aos objetivos a pesquisa caracteriza-se como descritiva, que conforme Gil (2008), as pesquisas descritivas possuem como objetivo a descrição das características de uma população, fenômeno ou de uma experiência.

No que refere-se ao objeto identifica-se como pesquisa documental, visto que foi analisados os relatórios de referência para as informações referentes a governança corporativa. Assim, a pesquisa documental assemelha-se a pesquisa bibliográfica, tendo com única diferença os materiais usados na pesquisa documental não receberam tratamento analítico.

Quanto à abordagem utiliza-se de métodos quanti-quali. Para Richardson (1999), caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento através de técnicas estatísticas, como média, desvio padrão, coeficiente de correlação e análise de regressão.

Enquanto os estudos que empregam uma metodologia qualitativa podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais (RICHARDSON, 1999).

3.2 UNIVERSO E AMOSTRA DA PESQUISA

O universo da pesquisa é composto pelas empresas que atual no mercado de capital, ou seja, companhias que tem suas ações negociadas na BMF&BOVESPA. Para a seleção da amostra foram catalogadas as dez (10) maiores e melhores empresas segundo a revista Exame (2014) do setor de energético brasileiro que possuem participação acionário do governo ou não.

A escolha do setor deu-se por esta possui maior número de empresas com participação estatal, já quanto a escolha das dez maiores e melhores empresas foi ocasionada pelo fato dessas empresas estarem sujeitas a atrair mais investidores que em tese podem vir a aumentar o conflito de agência. Ressalta-se também que fazem parte dessa amostra as empresas do mercado tradicional que investem menos em práticas de governança e as companhias do novo mercado, com os níveis diferenciados de governança “Nível 1 e Nível 2” que tem por qualidade, maior investimento nesses mecanismos.

3.3 PROCEDIMENTO PARA COLETA DE DADOS

A coletada dos dados deu-se por meio do Economática®, para os elementos dos demonstrativos financeiros, bem como a concentração acionária. Para informações que caracterizam a composição do conselho de administração e remuneração dos executivos a coleta deu-se através do formulário de presente no *website* B BMF&BOVESPA.

A amostra será composta por 10 companhias do setor energético, no período de 2010 a 2015. Destaca-se que esse ciclo temporal da pesquisa abrange as recentes mudanças introduzidas na contabilidade das Sociedades Anônimas, decorrentes das Leis 11.638/ 2007 e 11.941/2009.

Quadro1: Composição da amostra

Sector de Atuação	Empresas Selecionadas na Amostra	Mercado Acionário
Energético	AES TIETE	Nível 2
	LIGHT	Mercado tradicional
	CPFL	Mercado tradicional
	COMGAS	Mercado tradicional
	COELBA	Mercado tradicional
	PETROBRÁS	Mercado tradicional
	CEMIG	Nível 1
	COPEL	Nível 1
	CELESC	Nível 2
	CESP	Nível 1
Total	10 Companhias	

Fonte: Elaboração própria (2016)

A pesquisa observou 60 elementos (10 companhias, no período de 2010 a 2015), em seis anos, no qual foram observadas as características do conselho de administração, a remuneração dos executivos e a composição acionária (estrutura de propriedade) como também os itens que compõe o custo de agência.

3.4 COMPOSIÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.4.1 Variável dependente

A variável dependente corresponde a codificação de participação estatal majoritária, sendo utilizados *variáveis dammy* de “0” e “1”, de acordo com legenda da tabela 1.

Tabela 1: codificação da variável dependente

Código da recolha	Significados
0	Sem participação estatal majoritária
1	Com participação estatal majoritária

Fonte: Elaboração própria, 2016

Assim, amostra das empresas selecionadas foram segregadas de acordo com a composição acionária, divididas de acordo com o código da recolha da variável dependente, como evidenciado no quadro 2.

Quadro 2: Classificação das empresas por composição acionária

Setor de Atuação	Empresas Selecionadas na Amostra	Participação acionaria
Energético	AES TIETE	0
	LIGHT	0
	CPFL	0
	COMGAS	0
	COELBA	0
	PETROBRÁS	1
	CEMIG	1
	COPEL	1
	CELESC	1
	CESP	1
Total	10 Companhias	

Fonte: Elaboração própria, 2016

Quanto a comparabilidade será estudada cinco (5) companhias com participação estatal (acionista majoritário) e cinco (5) empresas que não possuem participação majoritária do governo.

3.4.2 Variáveis independente de custo de agência

Para atingir o objetivo proposto no trabalho, foram compostas as variáveis independentes com base os estudos de Ang, Cole e Lin (2000); Singh e Davidson (2003); Gotaç, Montezano e Lameira (2015) que mediram os custos de agência por variáveis baseadas em eficiência empresarial, conforme quadro 3:

Quadro 3: Composição das variáveis do custo de agência

Variáveis independentes	Descrição	Pressupostos
TRA	$\text{Taxa do retorno do ativo} = \frac{\text{Receita total de vendas}}{\text{Ativo total}}$	Baixa rotatividade de ativos significa que as decisões dos gestores não foram eficientes quanto a alocação de recursos. O ativo tem por objetivo gerar receita, a baixa na rotatividade indica a não geração de receita por esse ativo. Logo, os custos de agência são elevados quando o ativo não é eficiente.
RDV	$\text{Relação de despesa com as Vendas} = \frac{\text{despesas administrativas, gerais e de venda}}{\text{Receita total de vendas}}$	Trata das despesas discricionária que o gestor tem certa autoridade. Quanto maior forem despesa, mais elevados são os custos para combater esse tipo de despesa.

Fonte: Adaptado de Ang, Cole e Lin (2000) e Singh e Davidson (2003) Gotaç, Mentazano e Lameira (2015)

Ao mensurar os custos de agência pelas variáveis citadas Gotac, Mentezano e Lameira (2015), afirma que medem a capacidade do gestor em empregar os ativos de forma eficiente, ou seja, a taxa de giro dos ativos (TRA), ou seja, quando a variável possui baixa rotatividade o ativo não foi empregado de forma a gerar receita, logo os custos de agência são elevados quando o ativo não é eficiente. Já a divisão das despesas de vendas, gerais e administrativas pelas receitas de vendas anuais (RDV), uma medida de despesas discricionárias da gestão, são aquelas despesas que o administrado tem certa autonomia, podendo-as usa-la para benefícios próprio, assim os custos de agência oriundos de conflitos de agência, entre os acionistas e o gestor, sejam positivamente relacionados com a taxa de indicação de despesas discricionárias.

3.4.3 Variáveis independente dos mecanismos internos de governança corporativa

Em relação a variáveis que caracterizam a governança corporativa foram baseados no estudo da CVM (2002); Andrade, Salazar, Calegario e Silva (2009) para características do conselho de administração, no trabalho de Funchal e Terra (2006); Gotaç et al., (2015) para a variável que trata da remuneração dos diretores e Bruni, Castro, Martinez (2009); Dani et al., (2013), ao que tange a estrutura de propriedade.

Tabela 2: Composição das variáveis do Independentes

Variáveis	Descrição
-----------	-----------

TC	Tamanho do Conselho de Administração (número total de membros).
Ind	Independência do conselho de administração (Membros Externos/ Membros totais).
Rem	Remuneração média dos executivos, composto pelo salário da diretoria dividido pelo número de membros da diretoria.
EP	Estrutura de propriedade, representada pelo percentual de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo acionista controlador dividido pelo total de ações ordinárias e preferenciais emitidas pela empresa.

Fonte: Elaboração própria (2016)

A análise dos dados dar-se mediante a teste a teste de médias tanto dos custos de agência, como também dos mecanismos internos da governança corporativa como: tamanho e independência do conselho, remuneração dos executivos e estrutura de propriedade.

3.5 PROCEDIMENTO DE ANÁLISE

A análise dos dados deu-se em etapas, a primeira foi realizada a estatística descritiva das variáveis estudadas, em seguida os dados foram submetidos ao teste de normalidade. É importante ressaltar, que teste utilizado para verificar a normalidade dos dados empregado foi o Teste *Shapiro-Wilk*, que segundo Cirillo e Ferreira (2002) teste é utilizado em várias situações de diferentes distribuições e diferentes tamanhos de amostras, indicado assim, para amostra pequenas.

Em seguida, foi realizado o teste de médias adequada para o tipo de distribuição dos dados, visto que o teste *Shapiro-Wilk* identificou que os dados não têm distribuição normal, sendo desta maneira aplicado o teste de média *Wilcoxon-Mann-Whitney*. Conforme Prazeres Filho, Viola e Borges (2010), o teste *Wilcoxon-Mann-Whitney* é não paramétrico indicado para testar se duas amostras independentes que são provenientes da mesma população, bem como para dados com distribuição não normal.

4 ANÁLISE E APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Nesta primeira parte da análise dos dados foram aplicadas estatísticas descritivas dos custos de agência, analisados por meio das variáveis da taxa de giro dos ativos e relação de despesa com as Vendas. Foram calculados no período de 2010 a 2015, referentes as companhias do setor energético brasileiro com participação estatal majoritária e sem participação estatal majoritária. Desta maneira, apresenta-se o custo de agência através da variável TRA (taxa de giro dos ativos), de acordo tabela 3:

Tabela 3: Variável de custo de agência - TRA

Variável explicativa- Custo de agência TRA		
	Sem part. Estatal	Com part. Estatal
Média	0,67015	0,48048
Desvio Padrão	0,16499	0,22067
Mediana	0,65936	0,41267
Nº de observações	30	30

Fonte: Elaboração própria, 2016.

Conforme tabela 3, observa-se que a variável do custo de agência TRA, apresentou o resultado de média 0,67; desvio padrão 0,16 e mediana de aproximadamente 0,66, para a companhias sem participação estatal. Enquanto a média 0,48; desvio padrão 0,22 e mediana de 0,41 das entidades com participação estatal. O resultado encontrado nessa pesquisa é semelhante ao encontrado no estudo de Gotaç et al. (2015) que verificou maiores custos de agências nas empresas estatais, quando observados a variável de eficiência na aquisição de ativos.

Com base no pressuposto da variável TRA as empresas que apresentam baixa rotatividade de ativos significam que as decisões dos gestores não foram eficientes quanto a alocação de recursos, já que o objetivo do ativo é gerar receita, a baixa rotatividade traz por consequência maiores custos de agencia. Isto posto, baseando nos resultados das médias as companhias com participação estatal possuem maiores custos de agência ligados a variável TRA que reflete a não eficiência na alocação de ativos.

No que concerne a outra variável do custo de agência a em relação de despesa com as Vendas – RDV, os resultados encontrados na estatística descritiva podem ser verificados na tabela 4:

Tabela 4: Variável de custo de agência-RDV

Variável explicativa- Custo de agência RDV		
	Sem part. Estatal	Com part. Estatal
Média	0,08401	0,07727
Desvio Padrão	0,04611	0,02604
Mediana	0,09257	0,07180
Nº de observações	30	30

Fonte: Elaboração própria, 2016

De acordo com a tabela 4, a variável RDV sem participação estatal obteve média 0,08; desvio padrão 0,04 e mediana 0,09. Já a RDV com participação estatal auferiu média 0,07; desvio padrão 0,02 e mediana de 0,07.

Alicerçado no pressuposto do custo de agência da variável de RDV, que refere-se as despesas discricionárias, ou seja, aquelas despesas que os gestores tem autonomia, assim quanto maior forem despesas, mais elevados são os custos para combater esse tipo de despesa.

Desta maneira, afirma-se que com base na média do RDV as empresas com maiores custos de agência no tocante das despesas discricionários são as companhias do setor energético sem participação estatal.

Enquanto os mecanismos internos de governança corporativa as variáveis tamanho e independência do conselho, remuneração dos executivos e estrutura de propriedade são constatados a estatística descritiva na tabela 5:

Tabela 5: Estatística descritiva das variáveis de governança corporativa

Variável explicativa-Governança Corporativa		
	Sem part. Estatal	Com part. Estatal
Nº de observações	30	30
Variável Tamanho do Conselho de Administração-TC		
Média	14,97	14,27
Desvio Padrão	4,824	7,277
Mediana	13,00	11,50
Variável Independência do Conselho de administração		
Média	0,9220725	0,9194078
Desvio Padrão	0,0864893	0,0342645
Mediana	0,9166667	0,9115385
Variável Remuneração da diretoria		
Média	590310,13	635106,62
Desvio Padrão	301821,25	408824,67
Mediana	620939,85	416461,09
Variável Estrutura de propriedade		
Média	0,51644902	0,28852407
Desvio Padrão	0,25390167	0,06409709
Mediana	0,52550000	0,31076399

Fonte: Elaboração própria, 2016

Em conformidade com a tabela 5, que retrata as estatísticas descritivas dos mecanismos internos de governança corporativas, dessa maneira, a variável tamanho do conselho de administração, que segundo determinação da CVM (2002) a quantidade de membros para compor esse órgão, é determinado entre cinco a nove membros. Isto posto, resultados encontrados neste este, evidência que a média das empresas sem participação estatal foi 14, 97, enquanto as empresas com participação estatal obtiveram média de 14, 27; ressalta que ambas tiveram média superior ao que dispõe a CVM (2002). O desvio padrão 4,82 e mediana 13,00 para as companhias sem participação, já as empresas com participação auferiu desvio padrão 7,27 e mediana de 11,50.

Adicionalmente, a CVM (2002) determina que a independência do conselho, em que a maioria dos membros que compõe o conselho deve ser externos à administração da empresa. Portanto, o resultado dessa variável demonstrar que a média das entidades sem participação estatal foi 0,92 ou por percentagem de 92% de independência e 0,91 ou por percentagem de 91% de autonomia do conselho de administração das companhias com participação estatal, seguindo assim o que dispõe a CVM (2002). Enquanto o desvio padrão deteve frequência de 0,086 e 0,034 para empresas sem e com participação estatal respectivamente, já a mediana foi de 0,916 para companhias sem influência estatal e 0,911 para as entidades com influência governamental.

A variável remuneração da diretoria a média salarial dos executivos, composto pelo salário da diretoria dividido pelo número de membros da diretoria. O objetivo do incentivo remuneração segundo IBCG (2015) é que seja uma ferramenta efetiva de alinhamento dos interesses dos executivos com os da companhia, assim, a média salarial dos executivos no cumulativo dos seis anos estudados compreendeu 590.310,13 para companhias sem participação governamental, e de 635.106,62 pelas empresas com presença estatal. Os resultados das médias evidenciam que as entidades com parcela governamental majoritária no seu capital remuneraram de forma maior os seus executivos.

Por fim, a *proxy* referente a estrutura de propriedade refere-se aos conflitos entre acionistas minoritários e majoritários. Estes últimos tendem a utilizar o capital e o poder em prol dos seus interesses particulares, indo de encontro ao que esperam os minoritários afirmar Torres et al. (2009), essa variável representa pelo percentual de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo acionista controlador dividido pelo total de ações ordinárias e preferenciais emitidas pela empresa. Desta maneira, a média da concentração das ações nas mãos do acionista controlador foi de aproximadamente 0,52 ou por percentagem 52% para entidades sem influência governamental; e de aproximadamente de 0,29 ou por percentagem de 29% para as entidades com participação estatal, por isto, pode-se assegurar que as companhias com maior concentração de ações por parte do acionista majoritária é as sem participação acionaria, ou seja, são as entidades que podem ter maior conflito de agência entre seus acionistas majoritária e minoritário.

4.2 TESTE DE NORMALIDADE E TESTE DE MÉDIAS

A segunda etapa de análise dos dados deu-se por meio de teste normalidade sendo utilizado o teste *Shapiro-Wilk* que é adequada para amostra com elementos inferior a 50 (cinquenta) observações, conforme tabela 6:

Tabela 6: Resultado do teste de normalidade das variáveis independentes

Teste <i>Shapiro-Wilk</i>		
Variáveis	Com participação estatal	Sem participação estatal
TRA	<i>Sig.</i>	<i>Sig.</i>
	0,006	0,003
RDV	<i>Sig.</i>	<i>Sig.</i>
	0,003	0,000
TC	<i>Sig.</i>	<i>Sig.</i>
	0,000	0,000
Ind	<i>Sig.</i>	<i>Sig.</i>
	0,000	0,000
Rem	<i>Sig.</i>	<i>Sig.</i>
	0,006	0,001
EP	<i>Sig.</i>	<i>Sig.</i>
	0,006	0,000

Fonte: Elaboração própria, 2016

De acordo com a tabela 6, verificou-se por meio do teste *Shapiro-Wilk* a não normalidade dos dados em todas as variáveis estudadas, visto que a significância foi menor que 5%, logo fez necessário a utilização de um teste não paramétrico de médias. Assim foi utilizado o teste *Wilcoxon-Mann-Whitney* com o objetivo de testar a hipótese nula, destaca-se que o teste não paramétrico de *Wilcoxon-Mann-Whitney* é indicado para analisar duas amostras independentes que são provenientes da mesma população, bem como para dados com distribuição não normal. A primeira variável testada pelo método de *Wilcoxon-Mann-Whitney* foi taxa do retorno do ativo- TRA, desta maneira, foi testada a seguinte hipótese nula, de acordo quadro 4:

Quadro 4: Teste *Mann-Whitney* variável TRA

Teste <i>Wilcoxon-Mann-Whitney</i>		
Hipótese Nula	Sig	Decisão
As médias do custo de agência -TRA das companhias com participação estatal, são iguais as médias do custo de agência - TRA das companhias sem participação estatal.	0,000	Rejeita-se H0.

Fonte: Elaboração própria, 2016

O resultado do teste de médias demonstrou que as empresas com participação estatal e sem participação estatal não possuem médias iguais para os custos de agências, baseados na taxa de retorno do ativo, assim fundamentada na estatística descritiva pode-se afirmar que os custos de agência são maiores nas companhias que detêm influência governamental.

Enquanto a variável RDV que aborda uma medida de despesas discricionárias da gestão, ou seja, aquelas despesas que o administrado tem certa autonomia, podendo-as usa-las para benefícios próprios. Neste sentido, o quadro 5 aborda o teste de médias dessa medida de custo de agência.

Quadro 5: Teste Mann-Whitney variável RDV

<i>Teste Wilcoxon-Mann-Whitney</i>		
Hipótese Nula	Sig	Decisão
As médias do custo de agência -RDV das companhias com participação estatal, são iguais as médias do custo de agência -RDV das companhias sem participação estatal.	0,049	Rejeita-se H0.

Fonte: Elaboração própria, 2016

De acordo com quadro 5, o teste de médias evidenciou que as despesas discricionárias das companhias com e sem participação estatal não possuem médias iguais. Isto posto, baseando na estatística descritiva pode-se afirmar que as empresas sem participação governamental possuem maiores despesas discricionárias, logo maiores custos de agências quando a variável estudada for a RDV.

As variáveis relacionadas a governança corporativa, também foram analisadas pelo teste de médias, os resultados encontram-se evidenciados no quadro 6:

Quadro 6: Teste Mann-Whitney variáveis de governança corporativa

<i>Teste Wilcoxon-Mann-Whitney</i>		
Hipótese Nula	Sig	Decisão
As médias do tamanho do conselho das companhias com participação estatal são iguais as médias do tamanho do conselho das companhias sem participação estatal.	0,301	Não rejeita H0.
Hipótese Nula	Sig	Decisão
As médias da independência do conselho das companhias com participação estatal são iguais as médias da independência do conselho das companhias sem participação estatal.	0,607	Não rejeita H0.
Hipótese Nula	Sig	Decisão
As médias da remuneração dos executivos das companhias com participação estatal são iguais as médias da remuneração dos executivos das companhias sem participação estatal.	0,767	Não rejeita H0.
Hipótese Nula	Sig	Decisão
As médias da estrutura de propriedade das companhias com participação estatal são iguais as médias da estrutura de propriedade das companhias sem participação estatal.	0,003	Rejeita-se H0.

Fonte: Elaboração própria, 2016

No quadro 6, estão relacionadas as variáveis que caracterizam a governança corporativa, ligadas ao mecanismo interno da boa governança. Os resultados demonstram que o tamanho e independência do conselho e a remuneração dos executivos obtiveram médias iguais, visto que a significância foi superior a 5% nessas três variáveis, não rejeitando assim a hipótese nula. Destaca-se que a variável estrutura de propriedade foi a única variável ligada a

governança corporativa que não tiveram médias iguais, logo foi rejeitada a hipótese nula, assim com base na estatística descritiva, afirma-se que as empresas sem influência estatal possuem maiores concentração acionárias e podem ter maior conflito de agência entre seus acionistas majoritária e minoritário.

Adicionalmente, foi realizada uma análise com base na afirmação de Gotaç et al. (2015) que os custos de agência tendem a ser maiores para empresas privadas de capital aberto sem influência governamental, logo os níveis de governança corporativa na tende a ser maior nessas empresas. Assim, para verificar os níveis de governança das empresas estudadas, essas foram catalogadas de acordo com o mercado acionário onde atuam. Ressalta-se que BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados para as empresas comprometidas com as melhores práticas de governança corporativa, são eles: o nível 1, o nível 2 e o novo mercado (MACHADO, et al. 2016). Ou seja, as companhias que pertence aos níveis diferenciados do mercado acionário brasileiro possuem melhores práticas de governança, assim são consideradas empresa que investem na boa gestão. Neste sentido o quadro 7 demonstra o mercado acionário que as empresas do setor energético atuam.

Quadro 7: Mercado acionário das companhias do setor energético

Companhias do setor energético	Empresas Selecionadas na Amostra	Mercado Acionário
Sem participação estatal	AES TIETE	Nível 2
	LIGHT	Mercado tradicional
	CPFL	Mercado tradicional
	COMGAS	Mercado tradicional
	COELBA	Mercado tradicional
Com participação estatal	PETROBRÁS	Mercado tradicional
	CEMIG	Nível 1
	COPEL	Nível 1
	CELESC	Nível 2
	CESP	Nível 1

Fonte: Elaboração própria, 2016

Os resultados dos níveis diferenciados de governança, as companhias com participação estatal, estão concentradas nos níveis mais avançados da boa governança definidos pela BM&FBOVESPA, contudo a PETROBRÁS é a única companhia com participação estatal que encontra-se no mercado acionário tradicional. Enquanto as empresas sem participação estatal concentram-se no mercado tradicional, ou seja, refere-se as entidades que menos investem na boa governança, tendo apenas a empresa AES TIETE nos níveis diferenciados de governança. Assim, pode-se afirmar que as empresas com participação

estatal investem mais em governança corporativa, uma vez que atuam nos níveis diferenciados de boa governança, refutando desta maneira a afirmação de Gotaç (2015) que as companhias privadas sem influência governamental tende a ter níveis diferenciados de governança corporativa.

5 CONCLUSÃO

O objetivo desta pesquisa é analisar o custo de agência e os mecanismos internos de governança corporativa nas companhias com e sem influência governamental do setor energético brasileiro. Para atingir o objetivo proposto a pesquisa foi dividida em algumas partes. Na primeira etapa, verificou-se a estatística descritiva dos custos de agência e dos mecanismos de governança corporativa.

Assim, os resultados demonstraram que variável TRA (Taxa de retorno do ativo) apresentou média superior nas companhias sem participação estatal, baseando no pressuposto da TRA, as companhias que detêm alta rotatividade indicam que os ativos atingiram seu objetivo de gerar receita, logo terão menores custos de agência, visto que os ativos foram investidos de forma eficiente. Destaca-se também, que o resultado encontrado é semelhante com Gotaç et al. (2015) que verificou maiores custos de agências nas empresas estatais, quando observados as variáveis de eficiência na aquisição de ativos.

Quando a variável RDV ligadas a despesas discricionárias, ou seja, aquelas que o gestor possui certa autonomia, os resultados encontrados evidenciaram que as empresas sem participação estatal, detêm maiores custos de agência referente as despesas em que os gestores têm autonomia. No que refere-se a variáveis de governança corporativas, o tamanho do conselho as empresas sem e com participação estatal tiveram média superior ao que dispõe a CVM (2002) ao regulamentar que o conselho deve ser composto de cinco e nove membros. A independência do conselho os resultados das empresas sem e com participação demonstraram que ambas possuem autonomia do conselho como determina a CVM (2002) em que a maioria dos membros que compõe o conselho deve ser externos à administração da empresa,

A variável remuneração da diretoria a média salarial dos executivos, os resultados das médias evidenciam que as entidades com parcela governamental majoritária no seu capital remuneram de forma maior os seus executivos. Já a *proxy* referente a estrutura de propriedade refere-se aos conflitos entre acionistas minoritários e majoritários, as companhias com maior concentração de ações por parte do acionista majoritária é as sem participação estatal, seja, são as entidades que podem ter maior conflito de agência entre seus acionistas majoritária e minoritário.

A segunda parte da análise, os resultados do teste de *Shapiro-Wilk* demonstraram a não normalidade dos dados, logo o teste de médias indicado para esse tipo de pesquisa foi teste *Wilcoxon-Mann-Whitney*. Os resultados evidenciaram que os custos de agência analisados pelas variáveis TRA e RDV não possuem médias iguais nas companhias com e sem participação estatal. O resultado reforça os achados encontrados na estatística descritivas ao demonstrar a não igualdade de médias entre as empresas do setor, logo pode-se afirmar que as companhias com participação estatal que investem mais em ativos não eficientes, visto que possuem menor TRA e logo maior custo de agência referente a essa variável. Já no que concerne as companhias sem participação estatal, essas possuem maior despesas discricionárias e tende a ter maiores custos de agencia ligadas a variável RDV.

Por fim, a variáveis que caracterizam a governança corporativa resultados demonstram que o tamanho e independência do conselho e a remuneração dos executivos obtiveram médias iguais, logo pode-se a firma que não existem diferenças relacionadas tamanho e independência do conselho e a remuneração nas empresas com e sem participação estatal quando analisadas suas médias. Ressalta-se que a variável concentração acionária foi a única que compõe os mecanismos de governança que não obteve média semelhante, logo pode-se afirmar com base na estatística descritiva que as empresas sem influência estatal possuem maiores concentração acionárias, e podem ter maior conflito de agência entre seus acionistas majoritária e minoritário.

Todavia, revela-se a importância do tema, mais especificamente no que concerne ao custo agência, uma vez que é limitado estudos que mensure os custos ligados ao conflito de agência. Contudo, conclui-se que este estudo possui caráter inovador, posto que foi realizado a partir da limitação do estudo de Gotaç et al. (2015) sendo estudos os custos de agência e a governança corporativa no setor energético, analisando as empresas com e sem influência governamental. Nesse sentido, sugere-se que novos estudos sejam realizados sobre os custos de agência e governança corporativa em outros setores mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, n. 84, n. 3, p. 488-500. ago. 1970.

ALKDAI, H. K. H.; HANEFAH, M. M. Board of directors' characteristics and value relevance of accounting information in Malaysian shariah-compliant companies: a panel data analysis. **Economics and Finance Review**, 2 (6), p. 31-44. 2012.

ANDRADE, L. P. DE; SALAZAR, G. T.; CALEGARIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança Corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**. V. 10, N. 4. São Paulo. 2009.

ANG, J.S.; COLE, R.A.; LIN, J. W. Agency costs and ownership structure. **Journal of Finance**, v. 55, p 81-106. 2000.

ARRUDA, G.S.; MAUGA, S.R.; FREITAS JÚNIOR, N. I. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração – UFSM**. V. I, n. 1, p. 71-84. Jan./ abr. 2008.

BIALOSKORSKI NETO, S.; BARROSO, M.F. G.; REZENDE, A. J. Cooperative Governance and Management Control Systems: An agency costs theoretical approach. **Brazilian Business Review**. v. 9, n. 2, Art. 4, p. 68 - 87, Vitória. 2012.

BOLSA DE MERCADO & FUTURO BOVESPA E BOVESPA - BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?segmento=Energia+El%C3%A9trica&idioma=pt-br> >. Acesso em 20 de dezembro de 2015.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **FRBNY Economic Policy Review**. April 2003.

CHAGAS, José Ferreira. **Governança corporativa**: aplicabilidade do conceito, dos princípios e indicadores à gestão de pequenas e médias organizações. 1993. Disponível em: <http://www.intercostos.org/por/tp_congresos.php?id=932>. Acesso em: 02 de fevereiro de 2016.

CIRILLO, Marcelo Angelo; FERREIRA, Daniel Furtado. Extensão do teste para normalidade univariado baseado no coeficiente de correlação quantil-quantil para o caso multivariado. **Revista Matemática e Estatística**. São Paulo - SP. v. 21. n.3. p.67-84. 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Cartilha de boas práticas de governança corporativa**. 2002. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/rede-de-blogs/investidor-em-acao/files/2011/04/cartilha-CVM-Governan%C3%A7aCorporativa.pdf>>. Acesso em: 20 de junho de 2015.

COSENZA, J. P.; ALEGRÍA, A. I. Z.; LAURENCE, L. C. Implicações da Caracterização Principal-Agente nas Abordagens de Preços de Transferência. **Contabilidade vista & Revista**. v. 22 n.3. 2011.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativa**: teoria e prática. 2. ed. Porto Alegre: Bookman. 2004.

DANI, A. C.; BECK, F. SANTOS, P. S. A.; Análise da Estrutura de Propriedade das Empresas Listadas no ISE por meio da Aplicação de Redes Sociais. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. Brasília, v. 7, n. 3, art. 2, p. 240-258, jul./set. 2013.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325. 1983.

FERNANDES, F. C.; SILVA, J. C. Remuneração dos Executivos: Análise dos Quatro Maiores Bancos Estatais e dos Quatro Maiores Bancos Privados Listados na BM&FBOVESPA. **XXVII EnAnpad**. Rio de Janeiro. 2013.

FILHO, D.B.F.; SILVA JÚNIOR, J.A.; ROCHA, E. C. Classificando regimes políticos utilizando análise de conglomerados. **OPINIÃO PÚBLICA**, Campinas, v. 18. n. 1.p. 109 – 128. Junho, 2012.

FRANCO, E. B.; SEVERINO JÚNIOR, C. R.; RODRIGUES, A.A. D. O. N. Uma Observação da Governança Corporativa nas Empresas Frigoríficas no Brasil. **Caderno Profissional de Administração – UNIMEP**. v.3 n.1, 2013.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de Executivos, Desempenho Econômico e Governança Corporativa: Um Estudo Empírico em Empresas Latino-Americanas. **XXX EnAnpad**. Salvador. 2006.

GIL, Antônio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. 5. ed. São Paulo: **Atlas**, 2008.

GOTAÇ, D. F.; MONTEZANO, R. M. S; LAMEIRA, V. J. Governança corporativa e custos de agência nas empresas com influência governamental. **Sistemas & Gestão**. v. 10, n. 3. p 408-425. 2015.

GUBIANI, A. C.; HEINZMANN, L. M.; SCARPIN, J. E.; HEIN, N. Características de Governança Corporativa das OSCIPS do Programa de Microcrédito do Badesc. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. v. 22, n. 4, p.47-72, out./dez. 2011.

GUJARATI, D. N. (2005). **Econometria básica**. 5. ed. São Paulo: *Makron Books*.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review of the Federal Reserv Bank of New York**, v. 9, n.1, p. 7-36. 2003

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Governança corporativa em tempos de crise**, São Paulo. 2009. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/BibliotecaDetalhes.aspx?CodAcervo=3321>>. Acesso em: 19 de dezembro de 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Guia das Melhores Práticas de Governança para Cooperativas**. São Paulo. 2015. Disponível em: < http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Publicacoes/GUIA_DAS_MELHORES_PRATICAS_DE_GOVERNANCA_PARA_COOPERATIVAS.pdf >Acesso em: 19 de dezembro de 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. October, v. 3. n.º. 4, p. 305-360. 1976.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Teoria da Firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, art. 7, p. 87-125. 2008.

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

LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M. D.; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 1-18. 2015.

LIRA, SACHIKO ARAKI. **Análise de correlação: abordagem teórica e de construção dos coeficientes com aplicações**. Dissertação (Mestre em Ciências). UFPR. Curitiba-PR. 2004.

LOPES, A. B., & Martins, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas. 2005.

MACHADO, D. G.; FERNANDES, F. C.; BIANCHI, M. Teoria da Agência e Governança Corporativa: Reflexão acerca da Subordinação da Contabilidade à Administração. **Revista de Auditoria Governança e Contabilidade- RAGC**. v.4, n.10, p.39-55. 2016.

MACHO, S. I.; CASTRILLO, P. J. D. **An introduction to the economics of information**. 2. ed. Oxford: Oxford University Press. 2001.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das informações e sua Relevância com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, Edição comemorativa, p. 65-79. set. 2006.

MURPHY, K. J. Executive Compensation. Marshall School of Business. **University of Southern California**. California. June 1999.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **Principles of Corporate Governance**. (2004).Disponível em:< <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>Acesso em: 19 de dezembro de 2015.

PEREIRA, A. N.; VILASCHI, A. Governança Corporativa e Contabilidade: Explorando Noções e Conexões. In: **4º Simpósio FUCAPE de Produção Científica**, 7 e 8 de Junho de 2006, Vitória. Anais do 4º Simpósio FUCAPE de Produção Científica. 2006.

PRAZERES FILHO, Jurandir; VIOLA, Denise Nunes; BORGES, Gilênio. Uso do teste de aleatorização para comparar dois grupos considerando teste não paramétrico. **Anais 19º SINAPE - Simpósio Nacional de Probabilidade e Estatística**. 2010.

REVISTA EXAME. **As melhores e maiores do Brasil. 2014**. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/negocios/melhores-e-maiores/2014/>>. Acesso em 25 de fevereiro de 2016.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3. Ed. São Paulo. 1999.

SAITO, R., SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**. vol.48 no.2 São Paulo. abr./Jun. 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**. p. 737–783. Jun. 1997.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 1-29, 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMA, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileira. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, 43(3), pp. 50-64. 2003.

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

SMITH, C. Option pricing: a review. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 1/2, p. 3-52. 1976.

TORRES, D.; BRUNI, A. L.; CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil. **XXXIII EnAnpad**. São Paulo. 2009.