



Encontro Internacional sobre Gestão
Empresarial e Meio Ambiente

ISSN: 2359-1048
Dezembro 2016

Governança corporativa e sustentabilidade dos setores regulados: um panorama teórico dos conflitos de agência nas organizações privatizadas

RUAN CARLOS DOS SANTOS
UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ
ruan_santos1984@hotmail.com

LIDINEI ÉDER ORSO
UNIVALI
lidinei.orso@yahoo.com.br

Governança corporativa e sustentabilidade dos setores regulados: um panorama teórico dos conflitos de agência nas organizações privatizadas

Resumo

O propósito deste estudo consiste em fornecer novas contribuições para o desenvolvimento da pesquisa em governança corporativa, mediante a apresentação dos pressupostos à Teoria da Agência, que constitui um dos arcabouços entre o controle e a estrutura da propriedade das organizações. Este trabalho também buscará preencher um pouco mais a lacuna na discussão dos principais aspectos da Teoria da Agência, isto é, as suposições acerca do comportamento dos acionistas e executivos nas empresas; a delegação de autoridade aos administradores; os custos de agência oriundos da tomada de decisão pela organização; e os mecanismos de controle do comportamento dos administradores. A partir dos elementos essenciais dessa teoria, são desenvolvidos os mecanismos de governança corporativa, focado na estrutura de propriedade, no conselho de administração e no sistema legal, os quais visam maximizar o valor da empresa e proteger os investimentos dos seus proprietários. E ainda nesse contexto ver a contribuição da teoria da regulação, onde a mesma age desde a fiscalização através das agências, órgãos e leis governamentais, em cumprimento das políticas públicas para o crescimento das organizações reguladas e setores privatizados.

Palavras-chave: Teoria da Agência, Governança Corporativa, Sustentabilidade dos setores regulados.

Introdução

Devido às alterações ocorridas na economia brasileira ao longo da década de 1990, com o destaque na abertura comercial, o retorno de fluxos de capital estrangeiro para o país e o processo de privatização de grandes companhias estatais, ajudaram a repensar a estrutura das empresas brasileiras. Os programas de concessões de serviços no Brasil iniciaram as mudanças institucionais em 1995, fomentando o crescimento em vários setores. As rodovias foram as primeiras privatizações pelo Governo, como afirma Carvalho (2003), elas surgiram para suprir as várias consequências crônicas do Estado em levantar recursos para o financiamento da manutenção, ampliação das infraestruturas de serviços públicos como rodovias.

As decisões políticas do governo em relação à sua disposição e o desenvolvimento do setor de infraestrutura, logística e transporte trouxeram crescimento para toda a economia. A infraestrutura de uma nação constitui-se uma questão crítica para a operação e eficiência das economias modernas. A infraestrutura, em particular a rodoviária, é um importante elemento ligado a produtividade, custos e competitividade de uma sociedade (GUASCH, 2004). Segundo Serman (2008), as concessões rodoviárias surgiram diante da necessidade de aporte de investimentos para se garantir a construção, recuperação, conservação, manutenção e melhoramento da infraestrutura, assim como de busca de eficiência e modernidade na prestação de serviços essenciais à sociedade.

Os movimentos de privatização e os impactos nas práticas de governança de empresas recém-privatizadas. Johnson e Shleifer (2001) verificam que empresas privatizadas sem boas condutas de governança tendem a apresentar um desempenho insatisfatório, chegando à conclusão de que uma maneira chave de proteger os investidores é aumentar a proteção legal doméstica e a aplicação da lei (*enforcement*), visando minimizar a expropriação por parte dos acionistas controladores e da administração da companhia.

A estrutura de propriedade é um mecanismo interno de governança corporativa. Segundo Campos (2006), de maneira sucinta, ela é determinada pela concentração da propriedade e pela identidade do acionista majoritário. A primeira delas diz respeito a quantidade de ações detidas por um acionista ou por grupo de acionistas. A segunda trata da identidade do acionista majoritário, ou seja, qual é a categoria que detém o controle acionário da empresa: família, governo, banco, investidor institucional ou companhia não-financeira. Vale ressaltar que as

empresas apresentam diferentes estruturas de propriedade, por exemplo umas possuem um número maior de ações em mãos de um acionista ou a presença de famílias ou bancos como acionistas majoritários. Um ponto é fato, cada tipo de acionista irá atuar em função dos seus interesses e estes por sua vez são distintos. Outro fator relevante em se tratando de estrutura de propriedade é o fato que a concentração da propriedade implica em autonomia decisória nas esferas da organização.

A análise da estrutura de propriedade e controle das empresas tem se tornado um tema em crescente discussão nos mercados de capitais, principalmente em países nos quais a concentração de ações entre poucos investidores é evidente, como é o caso do Brasil (CAIXE; KRAUTER, 2013). Diferentes características do mercado e das empresas podem influenciar a configuração dessa estrutura de propriedade. Diversos também são os efeitos dessa estrutura sobre variáveis de desempenho, governança corporativa e assimetria de informação. Segundo Caixe e Krauter (2013), a concentração acionária pode vir a beneficiar os acionistas controladores de uma empresa, no sentido de dominar o processo decisório da empresa, além de favorecer a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

Por fim, a governança corporativa e seus mecanismos podem resolver esse problema sem que nenhum acionista individualmente arque com os custos de monitoramento da administração, isso seria possível em mercados competitivos de controle corporativo que garantissem a soberania dos acionistas.

Os pressupostos fundamentais da Teoria da Agência

O pressuposto primordial da teoria da agência é que os agentes tendem a ser egoístas e oportunistas que, a menos que ao controlar de forma eficaz, irão explorar proprietário-diretores. As assimetrias de informação existentes entre agentes informados e mais distantes dos proprietários são esperadas para fornecer a base para o oportunismo, onde o agente vai agir se não controlado ou não incentivado a fazê-lo (FAMA e JENSEN, 1983).

As relações de conflito de interesses dentro das firmas, advindas da separação entre a propriedade e o controle, há muito tempo vem sendo o foco de diversos pesquisadores. A teoria da agência, de Jensen e Meckling (1976), abordava, de maneira mais eficaz, essa relação. A teoria, tem como pressuposto teórico que os seres humanos têm um limite de racionalidade, são interesseiros e propensos ao oportunismo (EISENHARDT, 1989). A relação de agência pode ser caracterizada como um contrato sob o qual uma pessoa (principal) contrata outra pessoa (agente), para prestar algum serviço que envolva a delegação de autoridade para a tomada de decisão do agente (JENSEN e MECKLING, 1976).

Os principais conflitos de agência dentro da organização podem variar dependendo do tipo de estrutura de propriedade que a empresa possui. Se a empresa for uma empresa cuja propriedade é dispersa ou podemos dizer pulverizada, o principal conflito de agência é entre os interesses dos gestores e os acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997), porém se a empresa possui características de propriedade concentrada possuindo um majoritário, seu principal conflito de agência tende a ser entre os interesses do majoritário e os minoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Acerca da estrutura de controle e propriedade, juntamente com a proteção legal, Shleifer e Vishny (1997) argumentam que ambos são dois determinantes instrumentos de governança corporativa. Eles são apontados por Thomsen e Pedersen (1997) como diferenciais no desempenho e valor da firma. Em destaque os autores afirmam alguns critérios: a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa; a separação entre controle e propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários; a identidade e a origem do capital dos proprietários (estrangeiro, familiar, estatal, institucional) são indicativos de suas estratégias e prioridades; a liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento dos investimentos das

corporações; os acionistas que possuem carteiras diversificadas não serão avessos a uma postura de maior risco da firma, ao passo que os proprietários com parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco.

No caso das empresas de capital aberto, nas quais o controle é confiado, em geral, a um corpo executivo, uma questão de agência descrita na literatura é o fato de que os interesses dos acionistas não são integralmente refletidos no comportamento dos dirigentes responsáveis pela gestão da empresa. As principais fontes de conflito entre proprietários e gestores, segundo Jensen e Meckling (1976), são as seguintes: (a) diferenciais de exposição ao risco; (b) diferentes horizontes temporais; (c) superinvestimento; (d) escolha do nível de esforço; (e) “mordomias”; (f) disputas sobre os níveis ótimos de dividendos e investimentos entre credores e acionistas; (g) conflitos entre sócios.

De maneira sucinta, as perspectivas da governança corporativa na teoria da agência versão do início do século XX chegando até os dias atuais conforme demonstra o quadro 1.

Quadro 1 - Evolução das perspectivas da governança corporativa na Teoria da Agência

Perspectiva / Abordagem	Autor(es)
Separação entre propriedade (<i>ownership</i>) e controle (<i>control</i>) nas empresas.	Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976)
Problemas relacionados aos <i>nexus</i> contratuais da firma e conflitos de agência.	Hart (1995) e Jensen e Meckling (1976)
Assimetria de informação entre os contratos, a empresa e os gestores.	Arrow (1985), Eisenhardt (1989), Milgrom e Roberts (1992)
O problema da racionalidade limitada e do comportamento oportunista.	Williamson (1975), Fama e Jensen, 1983, Simon (1997) e Demsetz (1992)
Questões referentes à distribuição de poder e de responsabilidades.	Rajan e Zingales (2000), La Porta et al. (1998)
Impactos dos diversos mecanismos de GC (estrutura de capital e de propriedade, atuação e composição do conselho de administração, remuneração executiva, entre outros) sobre <i>proxies</i> de desempenho de empresas (lucro, rentabilidade, valor de mercado, entre outros).	Stulz (1988), Mork, Schleifer e Vishny (1988), Harris e Raviv (1991), Novaes e Zingales (1995), Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (1999, 2000, 2002), Claessens, Djankov e Lang (2000), Claessens et al. (2000) e Claessens et al. (2002).

Fonte: Adaptado de Lameira, Ness Jr. e Macedo-Soares (2007).

É com base nessa conjuntura que emerge a necessidade da adoção de medidas de controle que se destinem a salvaguardar a organização dos diversos custos de transação existentes ou potenciais, em decorrência da rede de relações contratuais estabelecidas (RODRIGUES, 2003), e com a indigência de medidas ou mecanismos de controle.

Todavia, a evolução da estrutura de propriedade nas empresas de capital aberto do Brasil, Aldrighi e Mazzer (2007) identificaram que famílias preponderam entre os acionistas últimos majoritários (54,7%), seguidas de investidores estrangeiros (18,4%), governo (7,5%) e fundos de investimento (5,2%); os fundos de pensão representam apenas 2,0%. Os resultados encontrados pelos autores mostram a incipiência do mercado de capitais no Brasil, devido principalmente à alta concentração de propriedade das empresas nas mãos de um só acionista (em torno de 51% do capital e quase 73% dos direitos de votos) e indícios de expropriação de minoritários, evidenciando a falta de profissionalização das empresas brasileiras.

Enfim, a concentração acionária e o papel do conselho de administração é um exemplo do efeito substituição. Em companhias com o capital disperso, em que os conflitos de agência mais comuns são do tipo principal-agente, há uma maior ênfase no papel do conselho em monitorar a gestão. Quando há um acionista controlador, por outro lado, o papel do conselho em monitorar a gestão tende a ser reduzido, uma vez que o próprio controlador tem interesse em assumir este papel (DESENDER, AGUILERA, CRESPI-CLADERA, & GARCÍA-CESTONA, 2013).

Com base nas questões levantadas na Teoria da Agência, são declaradas as seguintes proposições:

Proposição 1 (P1): Os conflitos de agência tendem a diminuir em empresas que tem a identidade de “acionista estrangeiro” como proprietário, pois o comportamento da estrutura de propriedade é mais pulverizada e o conflito de interesse é do tipo principal-agente (acionista e executivos), onde há uma maior ênfase do papel do conselho de administração em monitorar a gestão.

Proposição 2 (P2): por outro viés, os conflitos de agência podem aumentar em empresas que tem a identidade de “acionista família, banco ou governo” como proprietário, pois o comportamento da estrutura de propriedade é mais concentrada e o conflito de interesse é do tipo principal-principal (acionista majoritário e minoritários), onde o papel do conselho em tende a ser reduzido, uma vez que o próprio controlador tem interesse em assumir o controle.

Governança corporativa

Várias definições foram atribuídas ao termo governança corporativa. Segundo Witherell (1999), governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Sua estrutura específica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa, tais como conselho de administração, diretoria, proprietários e outros *stakeholders*, entre eles, empregados, fornecedores, clientes e a comunidade em geral.

Carvalho (2002) define governança corporativa como um sistema de práticas visando minimizar os conflitos de interesse entre os agentes da companhia, e, conseqüentemente, reduzir o custo de capital e aumentar o valor da empresa. Para o IBGC (2004), governança corporativa é o conjunto de práticas e relacionamentos entre os acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.

Acrescenta-se que governança corporativa é um conjunto de mecanismos, tanto da organização como do mercado institucional, que induzem os controladores ao auto interesse de sua empresa em maximizar o valor no mercado. Ou, em destaque outra opção, como de acordo com Shleifer e Vishny: "A governança corporativa lida com as maneiras em que fornecedores de financiamento das corporações se asseguraram do retorno sobre seu investimento" (1997, p.737).

Esta seção apresenta um conjunto de estudos realizados que confirmam a relação entre práticas relacionadas com as características da estrutura de propriedade, dos Conselhos de Administração e da proteção aos acionistas minoritários, e o valor de mercado das firmas. Por isso, os direitos de propriedade (DEMSETZ, 1967), sugere que as empresas privatizadas superam as empresas com participação do governo, pois os direitos de controle e de rendimento dados a empresas privadas lhes permitem maximizar os objetivos de lucro. Já a teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976), postula que o desempenho da empresa depende da distribuição da participação acionária entre os gestores e outros proprietários externos. Essa teoria apoia a privatização pois, descreve os proprietários privados mais motivados que os funcionários do governo para monitorar, disciplinar e recompensar os seus gestores a fim de, melhorar o desempenho da empresa (NG; YUCE; CHEN, 2009).

Mecanismos de Governança corporativa

Com as mudanças na economia na década de 1980, Jensen (1993) analisou e descreveu os fatores responsáveis pelo aumento do desempenho das corporações e os fatores que desencadearam a ineficiência de controles corporativos das empresas. Segundo Jensen (1993), existem quatro mecanismos de governança corporativa para resolver os problemas de agências, os quais são causados pela divergência entre a decisão dos gestores e as decisões ótimas para

os acionistas. São eles: o mercado de capitais; o ambiente legal, político e regulatório; o mercado competitivo do setor de atuação e sistemas internos de controle liderados pelo conselho de administração.

Em outras palavras, os mecanismos de governança corporativa podem ser tanto internos quanto externos. Os mecanismos internos de governança corporativa incluem: 1) a concentração da propriedade, 2) conselho de administração, 3) formas de gerentes gratificantes e 4) estrutura organizacional multidivisional. O mecanismo externo de governança corporativa refere-se ao mercado de controle corporativo, ou seja, um grupo de potenciais proprietários atacando a subvalorizadas as empresas, a fim de mudar a equipe de gerenciamento ineficaz superior e melhorar a posição competitiva da empresa (BABIC & JANOSEVIC, 2001a).

Desta forma, a fim de diminuir os conflitos de agência, utilizam-se de mecanismos internos e externos da Governança Corporativa (DENIS & MCCONNEL, 2003) e quanto mais alinhados estiverem os interesses de ambas as partes, menor será o custo e, maior será a disponibilidade para o investimento em inovação. Os autores destacam os mecanismos internos como o conselho de administração e a participação acionária na estrutura da empresa, e do outro lado, os mecanismos externos quanto o mercado acionário e o sistema legal jurídico.

Estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade das empresas é determinada pela concentração da propriedade e pela identidade do acionista majoritário. A concentração refere-se à quantidade de ações que se encontra nas mãos desse acionista majoritário. A identidade do majoritário pode ser configurada por uma família, banco ou outra instituição ou o governo (Campos, 2006; Leal et al., 2002). Este mecanismo difere significativamente entre países por causa das disparidades nacionais nas estruturas de propriedade e composições do conselho, sendo que a propriedade exerce uma grande influência nesta composição e, por consequência, no valor da empresa (HARRIS E RAVIV, 1988; LI, 1994).

O problema de separação entre propriedade e controle o fez dentro de um ambiente onde a propriedade é difusa. Berle e Means (1932), ao analisarem a estrutura de propriedade das empresas nos Estados Unidos, observaram a prevalência de empresas de capital aberto com propriedade diluída entre vários pequenos acionistas minoritários. Esta idéia foi amplamente adotada como o modelo de corporação nas economias modernas.

Acerca da estrutura de controle e propriedade, juntamente com a proteção legal, Shleifer e Vishny (1997) argumentam que ambos são determinantes instrumentos de governança corporativa. Eles são apontados por Thomsen e Pedersen (1997) como diferenças no desempenho e valor da firma. Em destaque os autores afirmam alguns critérios: a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa; a separação entre controle e propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários; a identidade e a origem do capital dos proprietários (estrangeiro, familiar, estatal, institucional) são indicativos de suas estratégias e prioridades; a liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento dos investimentos das corporações; os acionistas que possuem carteiras diversificadas não serão avessos a uma postura de maior risco da firma, ao passo que os proprietários com parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco.

A presença de estruturas de controle concentradas na América Latina, conforme citado por Reyes (2007), justifica uma maior preocupação dos investidores estrangeiros quanto aos riscos de agência associados à relação entre acionistas controladores e minoritários e, nesse sentido, a importância de mecanismos de governança que ajudem a mitigá-los. Por outro lado, e ao contrário do observado em empresas com capital pulverizado sediadas em economias desenvolvidas, na América Latina os aspectos que mitigariam os riscos de agência entre acionistas e administradores da empresa, relacionadas neste estudo às variáveis de estrutura do

conselho de administração, não se mostraram relevantes. A natureza das empresas latino-americanas, muitas vezes marcada pela figura de um acionista controlador atuante na administração das empresas, pode eventualmente mitigar tais riscos ao se controlar o risco de agência entre controladores e minoritários, o que está de acordo com as definições de Jensen e Meckling (1976).

A estrutura de propriedade tem uma influência importante sobre as prioridades estabelecidas pelo Conselho, e que estas prioridades determinará a composição ideal do conselho de administração. Em contraste ver a prioridade de monitoramento, onde os diretores com experiência financeira são importantes, priorizando o fornecimento de recursos poderia se beneficiar de diretores com diferentes características, a presença do CEO no conselho de administração e um tamanho maior do conselho (DESENDER, 2009).

Conselho de Administração

A importância para o aumento do valor firma da existência de um Conselho de Administração composto por uma maioria de membros externos é destacada nos códigos de boas práticas de governança corporativa. Esta recomendação é apoiada por Fama e Jensen (1983), que argumentam que a inclusão de conselheiros externos profissionais aumenta a efetividade do conselho e reduz a possibilidade de conluio dos altos executivos com objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas.

Por existir diferentes empresas, em diversos países e com variadas culturas, é perfeitamente compreensível supor que os Conselhos de Administração realizam diferentes funções. De acordo com o país em que a empresa atua, o Conselho de Administração, segundo Denis e Mcconnell (2003), é um mecanismo interno das organizações, o qual existe principalmente para contratar, demitir, monitorar, e compensar a gestão, visando à maximização do valor ao acionista. Das várias funções do conselho de administração se pode destacar a seleção, revisão, remuneração, desenvolvimento e demissão do CEO ou de outros membros importantes da Diretoria Executiva, participação do co-desenvolvimento e avaliação da estratégia corporativa e da cultura, do desenvolvimento do orçamento, planejamento e controle financeiro, encaminhamento de relatórios aos acionistas e execução da sua auto avaliação (MARTIN, 2009).

No contexto brasileiro, o Conselho de Administração é um órgão obrigatório para as empresas brasileiras de capital aberto, conforme parágrafo segundo do artigo 138, da Lei nº. 6404, de 1976. Um dos principais estudos sobre atributos e papéis dos Conselhos de Administração das empresas brasileiras foi desenvolvido por Martins e Rodrigues (2005). Os autores comprovam que o principal papel dos conselheiros está no envolvimento com a estratégia empresarial, seguido pelo desenvolvimento da visão corporativa, determinação da posição de risco, monitoramento da saúde da empresa e controle da mudança estratégica. Essas são atribuições de muita importância para as organizações, com isso, justifica-se a inclusão dos Conselhos de Administração das empresas no centro das atenções dos debates sobre as reformas da governança política dos países (MARTIN, 2009).

Andrade e Rossetti (2007, p. 271) afirmam que o Conselho de Administração tem a função de “atuar como ligação entre a propriedade e a diretoria executiva, no monitoramento de todo um conjunto de riscos de gestão e de conflitos e custos de agência”. Silveira (2006) declara que o Conselho de Administração é o principal mecanismo interno para diminuir os custos de agência existentes entre os acionistas e os gestores, e entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários. Já Gillan (2006, p. 385) diz que o conselho de Administração tem “um dever fiduciário para com os acionistas, bem como a responsabilidade de fornecer a direção estratégica e de acompanhamento”, isso enfatiza a importância do conselho de Administração na gestão e na estrutura de governança das organizações.

O conselho de administração, para Hermalin e Weisbach (2003), é uma solução de mercado que ajuda a amenizar os problemas de agências que afligem qualquer grande organização como também um sistema legal e regulatório, decorrente de imposição do estado ou das bolsas de valores mediante códigos ou níveis diferenciados de governança.

Sistema legal e Proteção dos direitos dos acionistas

Vários estudos realizados sobre as características dos diversos sistemas de governança ao redor do mundo, como o de Claessens, Djankov e Lang (2000), registram o fato de que em países menos desenvolvidos os setores corporativos são controlados por uma mistura de órgãos do governo e poucas famílias, e os direitos dos acionistas são menos protegidos pela lei. Em países avançados, estes problemas de agência são menores, porém os sistemas de governança mostram importantes diferenças, marcadas pelo papel financiador do Estado, das famílias e do mercado de capitais.

Os movimentos de privatização e os impactos nas práticas de governança corporativa das empresas, estudados por Johnson e Shleifer (2001) mostram que empresas privatizadas sem boas condutas de governança tendem a apresentar um desempenho insatisfatório, chegando à conclusão de que uma maneira chave de proteger os investidores é aumentar a proteção legal doméstica e a aplicação da lei (*enforcement*), visando minimizar a expropriação por parte dos acionistas controladores e da administração da companhia. A aplicação da lei ou a regulação pode ser entendida como os mecanismos que amparam os investidores minoritários quando seus direitos são violados. Entre outros, essa atividade ou intermediação pode ser executada pelo conselho de administração, por órgãos reguladores públicos e privados (bolsas de valores, Banco Central, CVM, etc.) e pelo Poder Judiciário. O mercado, visando minimizar tais impactos, volta-se para a arbitragem como uma alternativa à morosidade do Poder Judiciário.

Os atributos das empresas influenciam a escolha das práticas de governança e interação com o ambiente legal e regulado onde as respectivas organizações estão inseridas. Durnev e Kim (2005) descrevem os principais atributos que levam as empresas a adotarem melhores práticas de governança são: as oportunidades de crescimento, a necessidade de financiamento externo e a concentração da propriedade, pois esses fatores elevam a valorização do mercado e a exigem adoção de melhores práticas de governança para a proteção legal dos investidores.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais e as pressões por melhoria na governança impactaram o sistema corporativo das empresas brasileiras nos últimos anos (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Contudo, a prática da governança corporativa das empresas brasileiras foi um caminho para atrair o investidor estrangeiro (PEDREIRA; SANTOS, 2006), um dos indicadores foi os efeitos da alavancagem da participação de acionistas estrangeiros no seu capital, os quais buscam os melhores padrões de governança, por isso os estrangeiros foram atraídos e interessados por certas empresas reguladas junto a agências de regulação (AGRAVAL; KNOEBER, 2001). De acordo com as práticas, mecanismos de governança e a regulação dos setores, são declarada a seguinte proposição:

Proposição 3 (P3): Os mecanismos de governança tendem a diminuir os conflitos de agência nas empresas de setor regulado, principalmente quando recebem capital de investidores estrangeiros, pois a exigência de práticas legais e exigências por parte dos principais tende a ser maior por ter outros investidores como instituições financeiras ou fundos vinculados a órgãos governamentais.

Estudos no Brasil sobre Governança Corporativa e regulação

O modelo empresarial brasileiro passou por uma importante reestruturação, o que intensificou o debate em torno da governança corporativa. As privatizações, a entrada de novos investidores ao mercado brasileiro (instituições nacionais e internacionais), o movimento global de fusões e

aquisições e a redução do custo do capital, entre outros, vêm gerando uma transição desde o modelo de empresas exclusivamente familiares e oligopolísticas, a um novo modelo que apresenta maior participação de investidores institucionais, e a busca de uma redução da concentração do controle, assim como da eficiência e transparência na gestão.

Estudos sobre o sistema de governança corporativa vigente no Brasil realizados em anos recentes pela McKinsey & Co. e Standard & Poor's (2001) oferecem uma clara visualização das principais características da forma como as empresas são governadas no país. As características que o primeiro estudo menciona são as seguintes: a) Alta concentração da propriedade nos maiores acionistas; b) Empresas de controle familiar; c) Baixo reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários; estes são pouco ativos; d) Alto grau de envolvimento dos acionistas na gestão executiva; e) Sobreposição entre propriedade e conselho, com defesa dos interesses dos acionistas majoritários. Frequentemente combinação das funções de CEO e presidente do conselho; f) Ausência de estrutura formal dos conselhos e de conselheiros externos. Em geral, os conselhos de administração são compostos por *insiders* da firma; g) Nível de transparência insuficiente para os investidores.

Portanto, o aumento dos investimentos estrangeiros no país, o processo de privatização de empresas estatais e o crescente número de empresas brasileiras acessando os mercados internacionais têm estimulado e tornado essencial o esforço em busca das boas práticas de governança corporativa. Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de governança das empresas no país destacam-se:

- **Níveis no Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo:** A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa dá maior visibilidade aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização dos seus ativos. Este segmento especial de listagem lançado pela Bovespa está subdividido em três partes: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa foram criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado. Isto proporciona um maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com os investidores e, portanto, aumenta o potencial de valorização dos seus ativos.

- **Nova Lei das S.A's:** a reforma da Lei teve como objetivo principal fortalecer o mercado de capitais no Brasil, conferindo-lhe mais transparência e credibilidade. Partiu-se da premissa de que o alinhamento de interesses gera valor. Quanto maior o equilíbrio entre acionistas de uma companhia, mais ela vale. Apesar de incorporar ao direito codificado algumas das práticas recomendadas de governança corporativa, o processo de negociação política exigido para a aprovação da nova lei fez com que, em alguns pontos, suas inovações ficassem aquém do que se poderia esperar.

- **Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC:** indicar caminhos para todos os tipos de empresas (sociedades por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou sociedades civis), visando melhorar seu desempenho e facilitar o acesso ao capital. O código está dividido em seis partes: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria, fiscalização e ética/conflito de interesses.

- **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa:** busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. As orientações da CVM misturam algumas recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) com regras do Novo Mercado da Bovespa e recomendações que vão além do que foi aprovado na Lei, razão pela qual a cartilha de recomendações de boas práticas corporativas da CVM promete criar atrito entre as companhias abertas e o órgão regulador.

Teoria da regulação

Da relação que envolve o Estado e a economia, seus projetos, interesses e problemas, emergiu a regulação governamental que, segundo análise de Posner (1974), duas hipóteses podem ter caracterizado o pensamento que permitiu as ideias de regulação da economia. A primeira é que os mercados econômicos são frágeis e funcionam muito mal se deixados sozinhos e, a segunda, é que a regulação estatal é praticamente gratuita. Esse pensamento é criticado por Stigler (1971) e Posner (1974) com argumentos que permitem a formulação da teoria da regulação econômica. A necessidade de privatização de setores da economia Brasileira foi precedida pelo Programa Federal de Desregulamentação, estabelecido pelo Decreto nº 99.179 de 1990. Esse programa tinha como princípios, a preferência pelas regras de mercado, o fortalecimento da função fiscalizadora do Estado no combate ao abuso econômico, na descentralização das ações administrativas, no desrespeito ao consumidor e substituições das normas específicas por normas gerais de regulamentação. Tinha como principal objetivo a elevação do grau de concorrência na economia, a restrição do poder de monopólios e oligopólios, o dismantelamento de cartéis e a definição de preços e quantidades por intermédio da concorrência (GOMES, 2005; MOREIRA, 2007; NUNES, RIBEIRO e PEIXOTO, 2007).

Para controlar os efeitos do mercado, as responsabilidades de supervisão, aconselhamento e coordenação da regulação, os governos se utilizam de órgãos ou mecanismos que operam em seus diferentes níveis. Essas estruturas podem depender diretamente do poder executivo ou por serem independentes, sendo classificado em quatro grupos pela OCDE (1997): *ministerial departments* (departamentos ministeriais) – fazem parte do governo central e não têm o estatuto de uma entidade jurídica separada; *ministerial agencies* (agências ministeriais) - são agências executivas, sujeitas administrativamente ao ministério e, podem ou não, ter um orçamento próprio e autonomia de gestão; *independent advisory bodies* (órgãos consultivos independentes) – são órgãos com poder para fornecer pareceres e perícias oficiais ao governo, legisladores, empresas na regulação de aspectos específicos da indústria; *independent regulatory authorities* (autoridades reguladoras independentes) - são órgãos encarregados de regulamentar os aspectos específicos de uma indústria. Sua gestão é autônoma e seu orçamento poderá estar sob um Ministério. No entanto, não há possibilidade de intervenção política ou ministerial nas atividades do organismo, a intervenção se limita apenas em fornecer conselhos sobre questões de política geral para setores regulados.

Agências reguladoras

As agências reguladoras são pessoas em forma de autarquias especiais, criadas por leis, com a finalidade de disciplinar, controlar e reger alguns dos mais relevantes setores da economia, com funções normativas, administrativas e quase-jurídicas.

Esses conceitos, ainda hoje, estão presentes nos sistemas regulatórios e nas normas que criam e definem as funções e competências das agências reguladoras (MOREIRA, 2007; NUNES, RIBEIRO e PEIXOTO, 2007). No Brasil, a regulação por meio de agências iniciou-se em 1995, com a necessidade de redução do Estado provedor de riqueza, para um estado que atuasse em ações que fossem fundamentais à sociedade, como por exemplo, educação, saúde, saneamento básico e habitação (NUNES, RIBEIRO e PEIXOTO, 2007).

De acordo com Gomes (2005, p. 8), o Direito Brasileiro define agência reguladora como

(...) autarquia especial, criada por lei, também com estrutura colegiada, com a incumbência de normatizar, disciplinar e fiscalizar a prestação, por agentes econômicos públicos e privados, de certos bens e serviços de acentuado interesse público, inseridos no campo da atividade econômica que o Poder Legislativo entendeu por bem destacar e entregar à

regulamentação autônoma e especializada de uma entidade administrativa relativamente independente da Administração Central.

Tanto que, no Brasil, como em outros países, a criação das agências reguladoras está relacionada com o movimento de enxugamento do papel do estado e com a necessidade de reformas na economia desses países. Sua denominação materializa esse duplo movimento, ou seja, “agência” representa o mecanismo que permite a flexibilização da gestão pública; e “reguladora” que define o papel do Estado no período pós-privatização. Assim, por meio das agências reguladoras os Governos executam e acompanham as políticas públicas definidas em leis e normas. Essa intervenção controla os serviços e a operação da empresa passando a ser determinada pelo órgão regulador. A fixação de custos mínimos e da taxa de retorno sobre o capital exige das empresas um processo estratégico para a estrutura de propriedade com negociação direta com o órgão regulador, no caso brasileiro, as legislações, agências e associações reguladoras.

Iniciou-se então, uma série de privatizações de setores econômicos que estavam em poder do monopólio estatal, como energia elétrica, telecomunicações, transportes, petróleo e gás natural. Essas privatizações não podiam ficar livres pelas regras de mercado, por correrem o risco de se transformar em monopólios privados. Fazia-se necessário então aumentar a capacidade do Estado em planejar, regular, controlar, fiscalizar e mudar seu papel para funções menos executoras e de prestação direta de serviços. Fadul (2007) afirma que as agências reguladoras brasileiras foram criadas com a finalidade de controlar os serviços públicos delegados, ordenar o seu funcionamento e fazer com que se alcance a eficiência. Estará sendo relacionado a seguir, estes organismos (agências, associações e leis) que controlam o setor de concessão rodoviária, um dos segmentos regulados:

- **Lei das Delegações n.º 9.277/96:** a promulgação da Lei n.º 9.277, de maio de 1996 (denominada Lei das Delegações), criou a possibilidade de Estados, Municípios e do Distrito Federal de solicitar a delegação de trechos de rodovias federais para incluí-los em seus Programas de Concessão de Rodovias. A Portaria n.º 368/96, do Ministério dos Transportes, estabeleceu os procedimentos para a delegação de rodovias federais aos estados dentre outras definições. Face às dificuldades para implementação dos programas estaduais, através da Resolução n.º 8, de 5 de abril de 2000, o Conselho Nacional de Desestatização - CND recomendou "a revisão do Programa de Delegação de Rodovias Federais, de que trata a Lei n.º 9.277/96", e autorizou o Ministério dos Transportes a "adotar medidas necessárias à unificação da política de concessões rodoviárias".

- **Lei de Concessão e Permissão de Serviços Públicos n.º 8.987/95:** a lei 8987/95 é uma lei ordinária de caráter nacional, assim estabelece normas gerais para os quatro entes da federação. “A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, a qual regulamenta os contratos de concessão de serviços públicos. O contrato de concessão é um contrato administrativo como outro qualquer e, portanto, quase todas as demais regras vistas no resumo anterior também se aplicam a ele. No contrato de concessão, a administração contrata uma empresa, a empresa presta o serviço e é remunerada pelo usuário do serviço.

- **Lei das Parcerias Públicos Privadas n.º 11.079/04:** a Lei das PPP's salienta normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da Administração Pública, foi considerada uma junção de duas outras leis, quais sejam, a Lei 8.666/93 e a Lei 8987/95, com certa dosagem de ares contemporâneos, ao conjecturar o debate acerca das Parcerias Público-privadas.

Considerações Finais

Cabe ressaltar que os estudos relacionados à governança corporativa enfatizam, sobretudo, a busca de geração de valor para o acionista e analisam os mecanismos adotados para sustentabilidade das organizações, com a finalidade de aumentar e proteger a riqueza dos investidores.

O argumento central dessa teoria é de que os indivíduos racionais que compõem as organizações têm sempre razões para reduzir os custos de agência gerados pela separação da propriedade entre estrutura e controle. Nessa perspectiva, as organizações precisam implementar mecanismos de controle internos que minimizem os custos dos conflitos entre administradores e proprietários, de modo a alcançar a eficiência organizacional. Esse trabalho buscou fornecer uma contribuição ao desenvolvimento e fundamentação dos estudos de governança corporativa, indicador na redução dos problemas de agência que prejudicam no controle da estrutura e na gestão da propriedade.

Os conflitos de agência precisam ser acompanhados, monitorados e mediados por um sistema de governança corporativa das empresas e, com isso, preservar a credibilidade institucional e a confiança dos investidores (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Para exercer a governança das corporações são definidas por forças ou mecanismos de controle (GILLAN, 2006) que objetivam interferir na defesa dos proprietários, no monitoramento da gestão e na mediação dos problemas de agência (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009).

Os mecanismos de controle visam assegurar a proteção aos acionistas e evitar ou minimizar possíveis conflitos de interesses. Para Denis e MCConnel (2003), os mecanismos de governança corporativa podem ser classificados como internos ou externos à organização. Eles consideram o conselho de administração como mecanismo interno, cuja missão é a geração de valor à empresa, e a estrutura de propriedade tem a missão determinante na formação do conselho de administração. Analisando a participação de acionistas na gestão, Cho (1998) considera que estrutura de propriedade da empresa trás investimentos, que por sua vez afeta as relações de agência, o envio de informações e ao determinar a composição do Conselho de Administração está relacionado à geração de valor com base no mercado.

O alinhamento de interesses da estrutura de propriedade entre acionistas, membros do conselho de administração e os executivos é um problema recorrente em governança (JENSEN, 1983). Determinados mecanismos de governança contribuem para minimizar os problemas de conflito de interesses entre os acionistas e a administração. O alinhamento entre eles pode ser obtido pela combinação dos mecanismos (DENIS; MCCONNELL, 2003). Os mecanismos de governança corporativa são instituições econômicas e legais que podem ser modificadas por políticas de processos, algumas vezes para melhor (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Dessa forma, os mecanismos de governança corporativa são desenvolvidos com o intuito de melhorar a performance das empresas, mediante o controle dos agentes que participam do processo decisório. A análise pode ser centrada na estrutura de controle/propriedade e composição do conselho de administração das empresas, levando-se em conta que essa dimensão está intimamente ligada com as demais. Portanto, a governança corporativa pode ser analisada do ponto de vista da dissociação da estrutura de propriedade entre concentrada e pulverizada e o conselho de administração entre dependência e independência dos gestores das empresas. E por fim, o sistema legal representando por agências, órgãos e leis que controlam a economia das empresas e outros que fiscalizam o setor do trabalho, aqui enfatizado pela concessão rodoviária.

Referências

- ADAMS, Renée B. HERMALIN, Benjamin. WEISBACH, E.Michael S. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48:1, 58–107, 2009.
- AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles. Do some outside directors play a political role? *Journal of Law & Economics*, v. 44, n. 1, p. 179-198, 2001.
- AGUILERA, R. V. DESENDER K. Methodological challenges in comparative corporate governance and strategic issues. In *Research Methodology in Strategy and Management*, Wang CL, Ketchen D, Bergh D (eds). Emerald Group Publishing Limited: Bingley, UK, 2012.

AGUILERA, R.V. Corporate Governance and Director Accountability: an Institutional Comparative Perspective. *British Journal of Management*, v. 16, p. 39–53, 2005.

AGUILERA, R. V. JACKSON, G. The cross-national diversity of corporate governance: dimension and determinants, *Academy of Management Review*, 28: 447–465, 2003.

AGUILERA, Ruth V. DESENDER, Kurt. BEDNAR, Michael K. LEE, Jun Ho. Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *The Academy of Management Annals*, Vol. 9, No. 1, 483–573, 2015.

AGUILERA, R. V. DESENDER, K. A. Challenges in the measuring of comparative corporate governance. [Working paper]. Social Science Research Network. 27 January 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1995615>>. Acesso em: 19 Mar 2014.

AGUILERA, R. V. CRESPI-CLADERA, Rafel. Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. *Journal of World Business*, 51, pp. 50–57, 2016.

ALDRIGHI, D. M. MAZZER NETO, R. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25, n. 2, p. 115-137, abril/junho 2005.

ALDRIGHI, D. M. MAZZER, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152, 2007.

ANDRADE, Lélis Pedro de. SALAZAR, German Torres. CALEGÁRIO, Cristina Lélis Leal. SILVA, Sabrina Soares. Governança Corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, V. 10, N. 4, SÃO PAULO, JUL./AGO. 2009, p. 4-31.

ANDRADE, A., ROSSETTI, J. P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2009.

ANG, J. S. COLE, R. A. LIN, J. A. Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106, 2000.

AROSA, Blanca; ITURRALDE, Txomin; MASEDA, Amaia. The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* (2012), <http://dx.doi.org/10.1016/j.iiedee.2012.05.004>

BABIC, V. JANOSEVIC, S. How to Improve the Process of Strategic Change Management in Transition Economy Enterprises. Strategic Management Society. 21 st Annual International Conference, San Francisco, 2001^a, (21-24 October), p. 10.

BEBCHUK, Lucian A. WEISBACH, Michael S. The State of Corporate Governance Research. *Review of Financial Studies*. November vol. 21, pp. 939-961, 2010.

BEDNAR, M. K. Watchdog or lapdog? A behavioral view of the media as a corporate governance mechanism. *Academy of Management Journal*, 55: 131–150, 2012.

BEINER, S. DROBETZ, W. SCHMID, M. M. ZIMMERMANN, H. An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland. ECGI - Finance Working Paper No. 34/2004, <http://ssrn.com/abstract=489322>.

BERLE, A. MEANS, G. The modern corporation and private property. New York: macmillan, 1932.

BHAGAT, S. BLACK, B. The uncertain relationship between board Composition and firm performance. *Business Lawyer*, v. 54, p. 921-963, 1999.

BHAGAT, S. BLACK, B. The non-correlation between board Independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231–273, 2002.

BLACK, B. S. JANG, H. KIM, W. Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea. Stanford Law School, working paper n° 237, 05/2002.

BLACK, B. KIM, W. The effect of board structure on firm value: a multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 203-226, 2012.

BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>.

BRASIL, Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001 Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de Valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <Http://www.cvm.gov.br>.

BRASIL, Lei n. 11079, 30 de dezembro de 2004 Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública, 2004. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111079.htm. Acesso em: 25 de Maio de 2015.

BRUNO, V. CLAESSENS, S. Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation*, v. 19, n. 4, p. 461-482, October 2010.

BRUTON, G. D. FILATOTCHEV, I. CHAHINE, S. WRIGHT, M. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of diferente types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, 31(5), 491-509, 2010.

BUCKLEY, P. J. CASSON, M. The future of the multinational enterprise. Londres: Macmillan Books, 1976.

CAIXE, D. F. KRAUTER, E. The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, Vitória, v. 11, n. 1, p. 90-110, jan./mar. 2014.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *RAUSP–Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 41, n. 4, p. 369-380, out./nov./dez. 2006.

CARVALHAL, A. A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. COPPEAD, UFRJ, 2002.

CARVALHO, A.G. Efeitos da migração para níveis de governança. Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças, Anais, São Paulo, 2003.

CARVALHO, A.G. Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil- A Experiência dos Anos 90. *Economia Aplicada*, v.4, n.3, 2000.

CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and the corporate value: na empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 47, n. 1, p. 103-121, 1998.

CHO, H. J. PUCIK, V. Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value. *Strategic Management Journal*, 26 (6), 555-575, 2005.

CHUNG, K, PRUITT. S. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, v.23, n. 3, p. 70-74,1994.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. Métodos de Pesquisa em Administração, 7ª. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORREIA, Laise Ferraz. AMARAL, Hudson Fernandes. LOUVET, Pascal. Determinantes da eficiência de conselhos de administração de empresas negociadas na Bm&FBovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações – USP*, vol. 26, pp. 45-57, 2014.

COUTINHO, E. S. AMARAL, H. F. BERTUCCI, L. A. O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas Brasil. *Revista de Administração da USP*, v. 41, n. 2, p.197-207, abr./maio/jun. 2006.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários, GDE. Panorama do Mercado Secundário Internacional de Valores Mobiliários (www.cvm.gov.br), 05/2003.

DAMI, A. B. T. ROGERS, P. RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), 21-30, 2007.

DAVIES, PL. Board structures in the UK and Germany: convergence or continuing divergence? *International and Comparative Corporate Law Journal* 2(4): 435–56, 2002.

DAVIS, Gerald F. USEEM, Michael. Top management, company directors, and corporate control. *Handbook of Strategy and Management*, London: Sage, pp. 233-259, 2002.

DELICI, G. D. V. Beuren, I. M. Teoria da estrutura de propriedade: redes sociais em periódicos internacionais de alto impacto. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 20(1), 123-141, 2012.

DEMSETZ, H. Toward a theory of property rights. *The American Economic Review*, p.347-360, 1967.

DEMSETZ, H. The Structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, Vol.26, nº2, p.374-390, 1983.

DEMSETZ, Harold, LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*. v. 93, n. 6, p. 1155-1177. Dec., 1985.

DEMSETZ, Harold. *The economics of the business firm: seven critical commentaries*. 1 ed. Cambridge University Press, 1995. p. 179.

DEMSETZ, Harold, VILLALONGA, Belén. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*. v. 7, p. 209-233, 2001.

DENIS, Diane K. McCONNELL, John J. International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, pp. 1-36, Mar., 2003.

DESENDER, Kurt A. The Relationship Between the Ownership Structure and Board Effectiveness. University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Business Working Papers 09-0105, July 1, pp. 1-36, 2009.

DESENDER, Kurt A. AGUILERA, Ruth V. CRESPI, Rafel. GARCIA-CESTONA, Miguel. When does ownership matter? board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34, pp. 823–842, 2013.

DURNEV, A. KIM, H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60(3):1461–1493.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. SAITO, Richard. Conselhos de Administração: análise de sua Composição em um Conjunto de Companhias Abertas Brasileiras. *RAC*, v. 6, n. 2, Maio/Ago., pp. 09-27, 2002.

FAMA, E., JENSEN, M. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-327, June, 1983.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, v. 88, n.2, p. 288-307, 1980.

FAMÁ, R., BARROS, L. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos Metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v.7, n. 4, 2000.

FADUL, E. Dinâmicas contemporâneas na regulação de serviços públicos In: PECCI, A. (Org.) *Regulação no Brasil: desenho, governança, avaliação*. São Paulo: Atlas, 2007.

FILATOTCHEV, I. STEPHAN, J. JINDRA, B. Ownership structure, strategic controls and export intensity of foreign-invested firms in transition economies. *Journal of International Business Studies*, 39, 1133-1148, 2008.

FILATOTCHEV, I. WRIGHT, M. Agency Perspectives on Corporate Governance of Multinational Enterprises. *Journal of Management Studies*, 48(2), 471-486, 2011.

FIRTH, M; FUNG, P. M. Y. RUI, O. M. Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China's listed firms. *Journal of Asset Management*, v.9, n.2, pp.90-101, 2008.

FONTES FILHO, J.R. PICOLIN, L.M. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública*, 42(6), pp.1163-1168, novembro-dezembro, 2008

FRAGA, J.B.; SILVA, V.A.B. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. *Brasilian Business Review - BBR*, Vitória, Edição Especial BBR Conference, p. 58– 80, 2012.

GOMES, A. Going public without governance: managerial reputation effects. *Journal of Finance*, v. 55, n. 2, p. 615-646, 2000.

GILLAN, Stuart L. Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of corporate finance*. v. 12, 2006.

GOMES, A. NOVAES, W. Multiple large shareholders in corporate governance. University of Pennsylvania Working Paper, 1999.

GOMPERS, P. ISHII, J. METRICK, A. Corporate governance and equity Prices. NBER Working Paper, n. 8449, 2001.

GUASCH, J. Luis. Granting and renegotiating infrastructure concessions doing it right. Washington: The World Bank, 2004.

HAMBRICK, D. C. MISANGYI, V. F. PARK, C. A. The quad model for identifying a corporate director's potential for effective monitoring: Toward a new theory of board sufficiency. *Academy of Management Review*, 40(3), 323-344, 2015.

HARRIS, M. RAVIV, A. Corporate governance: voting rights anti majority rules. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 203-235, 1988.

HERMALIN, Benjamin E. WEISBACH, Michael S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *FRB New York - Economic Policy Review*, v. 9 (1April), pp. 7-26, 2003.

HEIDRICK & STRUGGLES INTERNATIONAL, Inc. Towards dynamic governance 2014: European corporate governance report. London, UK, 2-40, 2014.

HILLMAN, A. HITT, M. Corporate political strategy formulation: A model of approach, JENSEN, Michael C. MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, V. 3, No. 4, pp. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, p. pp. 831-880.

JENSEN, M. A theory of the firm: governance, residual claims, and Organizational forms. 1. Ed. Harvard University Press, 320p, 2001.

JENSEN, Michael C. MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura da propriedade. *RAE, ABR./JUN, VOL. 48, Nº2*, pp. 87 -125, 2008.

JOHNSON, S. SHLEIFER, A. Privatization and corporate governance. In: 12th Annual East Asian Seminar on Economics, 2001.

KLAPPER, Leora. LOVE, Nessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. World Bank Policy Research Working Paper n. 2818, April, 2002.

KLAPPER, L. LOVE, I. Corporate governance, investor protection and Performance in emerging markets. World Bank Working Paper, 2002.

KOSNIK, Rita D. Greenmai: A Study of Board Performance in Corporate Governance. *Administrative Science Quarterly*, v.32, pp.163-185, 1987.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. Legal Determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 3, 1997.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, 1998.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, 1999.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, 2000.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, v. 55, 2000.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, v. 53, n. 3, 2002.

LAVIE, D. HAUNSCHILD, P. R. KHANNA, P. Organizational differences, relational mechanisms, and alliance performance. *Strategic Management Journal*, 33: 1453–1479, 2012.

LAZZARINI, S. MUSACCHIO, A. (2010). Leviathan as a minority shareholder: A study of equity purchases by the Brazilian national development bank (BNDES). Working Paper, 11-073, Harvard Business School, Cambridge, MA, 2010.

LAZZARINI, S. G. *Capitalismo de laços*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LEAL, R.P.C. *Governance Practices and Corporate Value –A Recent Literature Survey*. COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, 2004.

LEAL, R. CARVALHAL DA SILVA, A. VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n.1, 2002.

LEAL, R. OLIVEIRA, C. An evaluation of board practices in Brazil. *Corporate Governance*, v. 2, 2002.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. SAITO, Richard. *Finanças corporativas no Brasil*. RAE-eletrônica, v. 2, n. 2, jul-dez/2003.

LEAL, R.P.C. CARVALHAL DA SILVA, A. *Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil*. COPPEAD/UFRJ, 2004.

MAK, Y.T. LI, Y. Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, v. 7, n 3, p.235–256, 2001.

MARTINS, H.C. RODRIGUES, S. B. Atributos e Papeis dos Conselhos de Administração das Empresas Brasileiras. *RAE - Edição Especial*, v.45, pp. 23 - 35, 2005.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*. São Paulo, 2001. 44p.

MORCK, R.K.; STEIER, L. The Global History of Corporate Governance-an introduction. NBER working paper 11062 (www.nber.org/papers/w11062), 01/2005.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market Valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p.293-315, 1988.

MOREIRA, B. E. Agências reguladoras independentes, poder econômico e sanções administrativas: reflexões iniciais acerca da conexão entre os temas. In: PECCI, A. (Org.) *Regulação no Brasil: desenho, governança, avaliação*. São Paulo: Atlas, 2007.

NG, A. YUCE, A. CHEN, E. Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.17, p.413–443, 2009.

NETO, Oswaldo C. RIBEIRO, Karem C. S. NETO, Odilon J. O. ROGERS, Dany. Avaliação das Performances das Práticas de Governança Corporativa: Uma Análise Multiperíodo em Empresas Listadas no Brasil. *Revista Governança Corporativa*, São Paulo, v. 2, n.1, art.2, pp. 66-93, abr. 2015.

OCDE, The OECD Report on Regulatory Reform Synthesis, 1997. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/17/25/2391768.pdf>>. Acesso em 10 fev. 2014.

OCDE -ORGANISATION FOR ECONOMICS OF CO-OPERATIO AND DEVELOPMENT, Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2007. Disponível em: <<http://www.oecdbookshop.org/oecd/display.asp?>>. Acesso em 10 jul. 2009.

PEIXOTO, F. M. Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise. Tese de doutorado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil, 2012.

PICCIONI JUNIOR, J. L.; SHENG, H. H.; LORA, M. I. Preferências de ações de gestores de fundos mútuos estrangeiros na América Latina. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 39, 2011.

POSNER, R. Theories of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*. v.5, p.335-358, 1974.

REIS, J.G.VALADARES, S. M. Reforma do Sistema Financeiro do Brasil: Implementação Recente e Perspectivas. *Série de estudos econômicos e sociais - BID*, 03/2004.

REYES, F. Corporate governance in Latin America, a functional analysis. *University of Miami Inter-American Law Review*, v. 39, n. 2, 2007. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1005208. Acesso em: 12 jun. 2012.

RESENDE, Paulo Tarso Vilela. SOUSA, Paulo Renato. SILVA, João Victor Rodrigues. Análise do modelo de concessão rodoviária no Brasil na percepção dos usuários. *SIMPOI Anais*, pp. 1-16, 2011.

RODRIGUES, Ana Tércia Lopes. Governança corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global. In: IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul, 2003, Gramado. Anais. Gramado: 2003.

SALOMÃO FILHO, C. A Regulação da Atividade Econômica: princípios e fundamentos jurídicos. Malheiros Editores Ltda. São Paulo. 2008.

SERMAN, Carlos. Análise dos aspectos críticos em processos de concessão de rodovias. Rio de Janeiro: COPPE/UFRJ/D.Sc. Engenharia de Transportes, 2008.

SIFFERT FILHO, N. F. Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Vol. 5, n. 9, 1998.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, n. 94, p. 461-488, 1986.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. BARROS, L.A. FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de pesquisas em Administração* v.10, n°1. São Paulo, jan-mar/2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. BARROS, Lucas Ayres B. de C. FAMA, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*. Vol. 4, No. 1, pp. 1–30, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil. Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para obtenção de título de mestre. USP, São Paulo: 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 250 f. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *RAC*, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, Jul./Set. 2008.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SPIEGEL Y. SPULBER, D. The Capital Structure of a Regulated Firm. *RAND Journal of Economics*, v. 25(3), p. 424-440, 1994.

STANDARD & POOR'S. Country Governance Study: Brazil. (www.ibgc.org.br), 03/2004.

STIGLER, G. The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics*, v. 1, 1971, pp. 3-21.

THOMSEN, Steen. PEDERSEN, Torben. An Empirical Test of the Corporate Life Cycle. Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business School,4, pp.759-778, 1997.

THOMSEN, Steen. PEDERSEN, Torben. European Patterns Of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study. *Journal of International Business Studies*, vol. 28, n°. 4, pp. 759, 1997.

THOMSEN, Steen. PEDERSEN, Torben. Ownership Structure And Economic Performance In The Largest European Companies. *Strategic Management Journal*. V. 21, pp. 689–705, 2000.

TIHANYI, L. GRAFFIN, S. D. GEORGE, G. Rethinking governance in management research. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1535–1543, 2014.

VALADARES, S. LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian Companies. *Revista Abante*, v. 3, n. 1, 2000.

WILLIAMSON, Oliver E. The Economics of Governance. *American Economic Review*, v. 95, n°2, 1-18, 2005.