

Article Review

MECANISMOS DE GOVERNANÇA E VALOR DE MERCADO DAS CONCESSIONÁRIAS DE RODOVIAS LISTADAS NA B3 (BM&FBOVESPA)

GOVERNANCE MECHANISMS AND MARKET VALUE OF HIGHWAY CONCESSIONAIRES LISTED ON THE B3 (BM&FBOVESPA)

Ruan Carlos dos Santos^{*A1}, Fabiano Maury Raupp^{A2}, Lidinei Éder Orso^{*B1}

^A Departamento de Administração, Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC-ESAG), Florianópolis/SC, Brazil

1. <https://orcid.org/0000-0001-7396-8774> e 2. <https://orcid.org/0000-0001-9533-2574>

^B Departamento de Administração, Universidade Regional Integrada do Alto Uruguai e das Missões (URI), Erechim/RS, Brazil

1. <https://orcid.org/0000-0002-8128-4337>



Editorial Details

Double-blind review System

Article history Received:
19 Jan., 2023

Reviewed: 08 Feb., 2023

Accepted: 17 Jun., 2023

JEL CODE: G3, O57, P33

Editor-in-Chief

Altieres de Oliveira Silva, Ms.

Cite as:

SANTOS, R.C.; RAUPP, F. M.; ORSO, L. É. (2023). Mecanismos de Governança e Valor de Mercado das Concessionárias de Rodovias Listadas na B3 (BMF&Bovespa). RGC, 10(1), e0136.

Authors' contact:

* Lidinei Éder Orso
lidinei.orso@yahoo.com.br

Resumo

Objetivo do estudo: Esse estudo visa, integrar a teoria da agência, os mecanismos de governança corporativa e as características do Programa de Exploração de Rodovias (PER) administrado pela ANTT (Agencia Nacional de Transporte Terrestre), partir da análise das características dos mecanismos de governança das 33 concessionárias de rodovias listadas na B3 (BMF&Bovespa) no período de 2010 a 2022, e a influência no seu valor de mercado.

Metodologia/abordagem: Em termos metodológicos, a pesquisa teve caráter documental, utilizando como base de pesquisa os relatórios da B3 (BMF&Bovespa), CVM que operam tanto na Bolsa de Valores do Brasil quanto nos Estados Unidos. A pesquisa utilizou o modelo de regressão de dados em painel, com efeitos fixos e aleatórios.

Originalidade/Relevância: Ao relacionar as características dos mecanismos de governança e o valor de mercado das concessionárias brasileiras, os resultados foram significantes para as variáveis: a presença de investidores estrangeiros, o que confirma a teoria de que a presença de estrangeiro como acionista influencia positivamente o valor de mercado das empresas reguladas; os membros independentes do conselho de administração, possui efeito positivo na gestão e maximização de valor para os acionistas e, a fiscalização efetuada pela agência reguladora como processos do sistema regulatório que afeta positivamente o controle e o desenvolvimento de novos regulamentos, destinados a reduzir benefícios do acionista controlador e conflitos na gestão.

Principais resultados: A Governança Corporativa vem ganhando destaque e se desenvolvendo nos últimos anos no meio empresarial, especialmente a partir do ano de 2002, após os escândalos de fraudes envolvendo grandes empresas norte-americanas, quando o assunto passou a ser mais valorizado e de maior exigência dentro das organizações. Foram operacionalizados indicadores que trazem um capital de investidores estrangeiros atrás de processo de concessão de rodovias, as empresas já estão cumprindo política internacional e as implicadas legais exigidas pela B3, CVM, ANTT pelos órgãos nacionais.

Palavras-Chave: Mecanismos de Governança Corporativa, Setor regulado e Concessionária de rodovias.

Abstract

Objective: This study aims to integrate the agency theory, the corporate governance mechanisms and the characteristics of the Highway Operation Program (PER) administered by ANTT (National Agency of Terrestrial Transport), from the analysis of the characteristics of governance mechanisms of the 33 highway concessionaires listed on B3 (BMF&Bovespa) in the period 2010 to 2022, and the influence on their market value.

Methodology/approach: In methodological terms, the research had a documental character, using as research base the reports of B3 (BMF&Bovespa), CVM that operate both in the Brazilian Stock Exchange and in the United States. The research used the panel data regression model, with fixed and random effects.

Originality/Relevance: When relating the characteristics of governance mechanisms and the market value of Brazilian utilities, the results were significant for the variables: the presence of foreign investors, which confirms the theory that the presence of foreigner as a shareholder positively influences the market value of regulated companies; the independent members of the board of directors, has a positive effect on management and maximization of value for shareholders and, the supervision carried out by the regulatory agency as processes of the regulatory system that positively affects the control and development of new regulations, aimed at reducing benefits of the controlling shareholder and conflicts in management.

Main Results: Corporate Governance has been gaining prominence and developing in recent years in the business environment, especially since the year 2002, after the fraud scandals involving large North American companies, when the subject became more valued and of greater demand within organizations. Indicators have been operationalized that bring foreign investor capital behind the highway concession process, companies are already complying with international policy and the legal implications required by B3, CVM, ANTT, and national agencies.



1. Introdução

As alterações na economia brasileira na década de 1990 resultaram na abertura comercial, terceirização de serviços públicos, dando ênfase ao fluxo de capital estrangeiro presente no país com o processo de privatização de grandes companhias e setores públicos, os quais ajudaram o Governo a repensar a estrutura das empresas estatais brasileiras. As primeiras privatizações do governo, como afirma Carvalho (2003), foram as rodovias para suprir as várias consequências crônicas do Estado em levantar recursos para o financiamento da manutenção, ampliação das infraestruturas de serviços públicos e no transporte (ANTT, 2016). A qualidade e a quantidade dessas empresas em infraestrutura de transportes de carga e de passageiros foram relevantes no desenvolvimento dos demais setores da economia, considerando-se que o custo final das mercadorias era dependente do custo do transporte (CORREIA; RAMOS, 2010).

As estratégias de crescimento do setor regulado na América Latina passaram a incentivar a participação do setor privado na infraestrutura, isto, devido a necessidade de investimento para melhorar o desempenho e cobertura, pois a maioria das empresas estatais precisavam urgentemente de investimentos (CALDERON; SERVEN, 2002). Essa urgência era decorrente da escassez de recursos públicos para investimentos e as necessidades de investimento nos correntes setores sociais. A maioria dos países optou pela transferência do fornecimento de infraestrutura de serviços para o setor privado, por isso a participação pode e tem sido realizada em uma variedade de formas, que vão desde contratos de gestão, às concessões e às privatizações (YESCOMBE, 2007; MEDEIROS; CODIGNOTO, 2022).

A adoção dos mecanismos de Governança Corporativa pelas empresas permitiu um melhor controle na tomada de decisão financeira perante aos riscos, os quais podem aumentar ou diminuir o preço das ações no mercado e, conseqüentemente afetar o seu desempenho e valor de mercado (ADI; HANDAYANI; RAHAYU, 2013). Com isso, as práticas de Governança Corporativa quando aliadas a uma estrutura de capital adequada, proporcionam as empresas um status mais atrativo perante o mercado, facilitando a captação de recursos, diminuindo os seus custos de agência, os riscos de perdas e aumentando positivamente o desempenho e rentabilidade da empresa (KOERNIADI; KRISHNAMURTI; TOURANI-RAD, 2014).

A maioria das pesquisas classifica os mecanismos como internos e externos. Sendo que, no primeiro são encontrados o conselho de administração, a propriedade e os incentivos administrativos e no externo são apontados o sistema legal, o controle, auditoria externa, atividade dos stakeholders, classificação das organizações e os meios de comunicação (JENSEN, 1993; AGUILERA et. al., 2015). Diante dos mecanismos de governança existentes, nessa pesquisa segue-se a linha dos mecanismos que asseguram a iniciativa privada a setores regulados, visto que, estão mais alinhados com a estratégia dos governos na promoção de ambientes econômicos e regulatórios adequados a esses investimentos (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008). Sendo assim, acabam por direcionar seu foco nos mecanismos: internos - estrutura de propriedade, representada pelos tipos de acionista; o conselho de administração, representado por agentes para monitoramento e controle da empresa e; como mecanismo externo, o sistema legal e mercado regulatório para o controle corporativo (HITT et al, 2003).

Dessa forma, visa-se responder a seguinte questão: Quais são as características dos mecanismos de governança das concessionárias de rodovias listadas na BM&FBovespa que apresentam influência no valor de mercado?

Ao responder à questão de pesquisa, esse estudo realiza uma análise em quais são as variáveis determinantes da eficácia dos mecanismos de governança corporativa, e ainda verificar a independência do conselho de administração entre o elo da gestão e organização. Essa pesquisa também buscou através da estrutura de propriedade da empresa, verificar a influência dos investidores estrangeiro no setor regulado das concessionárias de rodovias brasileiras e por fim examinar as particularidades do sistema legal efetuado pelas agências reguladoras.

A escolha das empresas do setor de construção e transportes, especificamente de concessionárias de rodovias listadas na BM&FBovespa, possibilita difundir os estudos sobre governança corporativa, mais especificamente acerca dos mecanismos internos (estrutura de propriedade e conselho de administração) e mecanismo externo (ambiente legal e regulatório), lacuna apontada por Aguilera et al. (2015) e Peng, Wang e Jiang (2008), os quais apresentam a governança corporativa numa visão baseada nas instituições que evidenciam os mecanismos como controle das empresas reguladas pela economia (OKIMURA, 2003; AGUILERA; GOYER; KABBACH-CASTRO, 2013). Nesse sentido, trabalho avança em relação às características da estrutura de propriedade da gestão, ao controle entre o maior acionista e à presença de investidores estrangeiros no setor regulado das concessionárias de rodovias brasileiras.

2. Revisão da Literatura

2.1 Teoria da Agência

As relações de conflitos de interesses dentro das firmas, advindas da separação entre a propriedade e o controle, destacam a relação de agência, 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; MECKLING, 1976).

As companhias de capital disperso buscam entender que os conflitos de agência mais comuns são do tipo principal-agente, nesta, há uma maior ênfase no papel do conselho em monitorar a gestão. Entretanto, um acionista controlador busca assumir um papel no conselho monitorando a gestão, reduzindo os custos, uma vez que o próprio controlador tem interesse em assumir este papel (DESENDER; et al, 2013). Devido a isso, 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 por exemplo, no Brasil (CAIXE; KRAUTER, 2013; SILVA,; SANTOS; SOUSA; ORSO; KHATIB, 2021)..

Os conflitos de agência precisam ser acompanhados, monitorados e mediados por um sistema de governança corporativa das empresas, logo, preserva-se a credibilidade institucional, a confiança dos investidores (ANDRADE; ROSSETTI, 2007) e a defesa dos proprietários (no monitoramento da gestão e na mediação dos problemas de agência) (ADAMS, HERMALIN; WEISBACH, 2009; EISENHARDT, 2015).

2.2 Governança Corporativa

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. (DENIS; MCCONNELL, 2003). Por isso, a boa governança assegura aos sócios: equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (accountability) e obediência às leis do país (compliance). Carvalho (2002, p.72) define governança corporativa como “um sistema de práticas que visa minimizar os conflitos de interesse entre os agentes da companhia e, conseqüentemente, reduzir o custo de capital e aumentar o valor da empresa.”

A governança corporativa é constituída por um conjunto de mecanismos internos e externos, de âmbito institucional e de mercado. Corroborando, possui como principal função orientar os tomadores de decisões sobre a forma como a firma deve ser administrada para atingir a maximização do seu valor e, conseqüentemente, dos benefícios aos proprietários (DENIS; MCCONNEL, 2003). Os mecanismos de governança corporativa são formas de controlar os conflitos de agência buscando melhorar as assimetrias que são intrínsecas ao funcionamento da empresa (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Os mecanismos de governança corporativa também podem ser compreendidos como regras legais e econômicas, que possibilitam sua alteração por meio de um processo político, porém, não sendo esse processo necessário para equilibrar a relação entre administradores e acionistas quando objetiva-se solucionar o problema de agência (SHLEIFER; VISHNEY, 2007). A estrutura de propriedade e o controle da empresa são os principais mecanismos da governança corporativa (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Para esta pesquisa será utilizada a classificação proposta por Hitt, Ireland e Hoskissom (2003), conforme ressalta-se no quadro 1.

Quadro 1 - Classificação dos Mecanismos de Governança

Mecanismo Interno	Estrutura de propriedade
	Conselho de administração
Mecanismo Externo	Sistema legal e mercado regulatório

Fonte: Baseado em Hitt, Ireland e Hoskissom (2003).

Para Hitt, Ireland e Hoskissom (2003), os mecanismos classificam em três: 1) a estrutura de propriedade, representada pelos tipos de acionistas; 2) o conselho para monitorar os agentes e controlar os incentivos da remuneração executiva; e, 3) no que tange ao cenário das organizações, o sistema legal que faz o controle corporativo. Esses mecanismos de governança corporativa também podem ser compreendidos como regras legais e econômicas, que podem ser alteradas por meio de um processo político, sendo esse processo necessário para equilibrar a relação entre administradores e acionistas, com o objetivo de solucionar o problema de agência (SHLEIFER; VISHNY, 2007). Os mecanismos internos e externos serão discutidos através dos trabalhos empíricos na seção a seguir.

3. HIPOTÉSES DE PESQUISA

3.1 Estrutura de Propriedade

A estrutura é considerada como o principal mecanismo interno de governança corporativa, principalmente em países com alta concentração de propriedade, como é o caso do Brasil (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007; POLITELO; CUNHA, 2014), pois a propriedade e o controle das empresas brasileiras possuem uma elevada concentração (SIQUEIRA, 1998; VALADARES; LEAL, 2000; OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2002-2004; CAMPO, 2005; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2007; GALDI; MENEZES, 2010) alcançada através de pirâmides societárias, acordos entre os acionistas e emissão de ações sem direito a voto (GORGA, 2008).

Essa estrutura de propriedade proporcionou fatores determinantes no grau de controle acionário entre empresas norte-americanas, destacando-os: o grau de regulação, o tamanho da empresa e a instabilidade da lucratividade (DEMSETZ; LEHN, 1985). Esse tipo de propriedade ajudou a distinguir efeitos positivos e negativos, os quais foram sugeridos pela ausência de separação entre propriedade e controle, o que reduz os conflitos de interesse e, conseqüentemente, aumenta o valor para o acionista (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

Makhija e Spiro (2000) constataram uma relação positiva entre valor das empresas e concentração de propriedade por meio de um estudo realizado com 988 firmas tchecas recém-privatizadas, ressaltando que a relação é mais significativa quando os proprietários são investidores estrangeiros ou ligados à administração da companhia.

Para Politeo e Cunha (2014), as empresas analisadas na BMF&Bovespa possuem diferentes estruturas, variando de companhias com altas concentrações de capital, com investidores institucionais, família, investidores estrangeiros, até empresas com baixas concentrações de capital, tendo aquelas em que não há a presença de um ou mais desses investidores. Como aspecto positivo, ressalta-se que a maioria das companhias analisadas não possui ações em poder do governo, o que prejudicaria o monitoramento das decisões pela diretoria, favorecendo os conflitos de agência (AL-MUSALI; ISMAIL, 2012).

Os estudos de Chen et al (2009) identificaram que os investidores estrangeiros desempenham um papel fundamental na melhoria das práticas de governança. Logo, concluem que a propriedade estrangeira atenua os problemas de agência e proporciona um acompanhamento adequado, além de otimizar o uso de recursos corporativos. Os argumentos expostos dão suporte à concepção de que a propriedade estrangeira pode contribuir para uma melhor governança corporativa da empresa (ECKERT; SILVA; BEM; SCHLINDWEIN, 2021). A partir disto, formulou-se a primeira hipótese:

H1 - A presença de investidores estrangeiros na estrutura de propriedade das concessionárias de rodovias está positivamente relacionada com o valor de mercado.

3.2 Conselho de Administração

O conselho de administração é um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários (IBGC, 2012). Dentre as atividades do conselho de administração, estão o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos (DENIS; MCCONNELL, 2003; AGUILERA; DESENDER, 2012). As atribuições, assumidas pelo conselho de administração, são fatores importantes que podem contribuir para explicar uma parte tanto do desempenho quanto do valor de mercado das empresas (SILVEIRA, 2002).

O mecanismo interno “conselho de administração” foca na gestão e monitoramento dos interesses dos acionistas (LEAL; OLIVEIRA, 2002; DUTRA; SAITO, 2002; SILVEIRA, 2002, 2004; MENDES-DA-SILVA; MORAES; ROCHA, 2006). A composição e as atribuições dos tipos de conselheiros nas organizações são fatores que contribuem e explicam o desempenho das empresas (DENIS; MCCONNELL, 2003; AGUILERA; DESENDER, 2012; JACKSON; AGUILERA, 2010).

Por meio do conselho de administração, o acionista, os stakeholders, o controle corporativo do mercado e as regulações nacional e internacional interagem num complexo caminho para afetar as ações das empresas e o monitoramento dos gerentes (MONKS; MINOW, 2001). A importância para o aumento do valor da firma ocorre devido a existência de um Conselho de Administração, composto por uma maioria de membros independentes que destaca-se 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.

Bhagat e Black (1999) defendem que os conselhos de empresas americanas, compostos por maioria de membros independentes, se comportam de forma diferente daqueles com predominância de membros internos (insiders). Os autores concluíram que o fato de existir uma maioria de conselheiros independentes não significa dizer que a empresa possua desempenho e valores de mercado maiores. Para Hillman, Canella e Paetzold (2000), os membros independentes do conselho desempenham um papel importante no aumento da reputação da empresa e sua legitimidade, devido às suas conexões com os diversos stakeholders. Por isso, eles são considerados como fontes de recursos para as organizações.

Dessa forma, os resultados indicaram que os órgãos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores, e que há indícios de uma baixa utilização dos mecanismos de voto à disposição dos acionistas não controladores (BARROS; SANTOS; ORSO; SOUSA, 2021). Conjugando os argumentos acima, a segunda hipótese a ser testada é a seguinte:

H2: As empresas de concessão de rodovias com um maior número de membros independentes em seus conselhos de administração estão positivamente relacionadas ao valor de mercado.

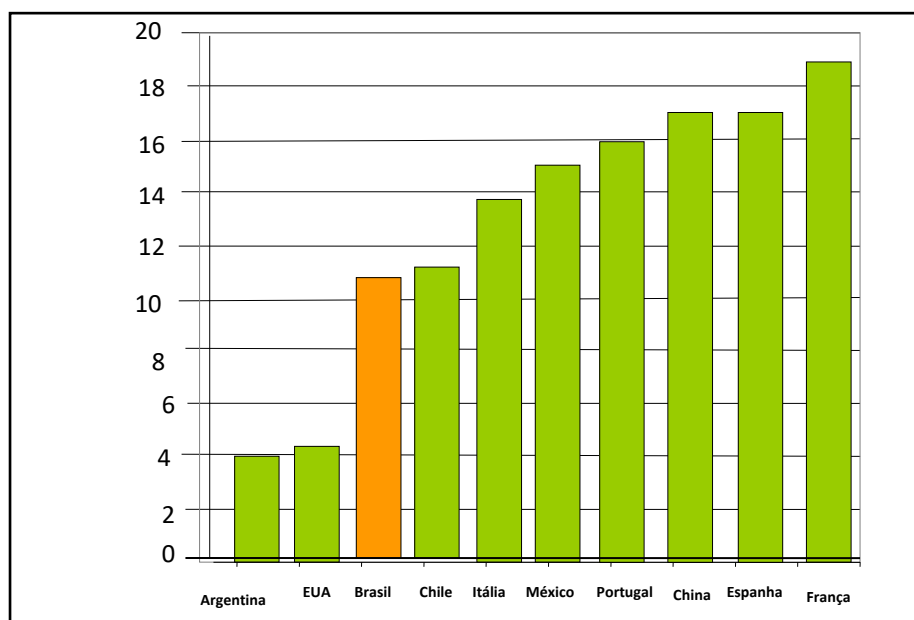
3.3 Sistema Legal e Marco Regulatório

O sistema legal, como mecanismo de governança externo, (PROWSE, 1994; LA PORTA et al. 1997, 1998, 2000) tem a característica de exigir dos órgãos e instituições governamentais de cada país a proteção dos investidores, bem como, a

execução e aplicabilidade das leis como fatores determinantes de proteção advindo do ambiente daquele país (OKIMURA, 2003). O sistema legal é um conjunto de estruturas e processos utilizados para e reforçar a lei existente. Sendo assim, estabelece como os direitos de propriedade são definidos e protegidos e inclui instituições reguladoras que supervisionam normas e regras que as empresas devem cumprir (AGUILERA et al, 2015).

No Relatório de 2010 da Associação Brasileira de Concessão Rodoviária (ABCR) e do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento / The World Bank Washington mostram o crescimento brasileiro no setor regulado de concessão rodoviária e o desenvolvimento no processo regulatório das Empresas comparada a outros países, como mostrado no gráfico 1.

Gráfico 1 – Número de Concessões Rodoviárias e desenvolvimento do setor regulado



Legenda: 18 = muito desenvolvido; 2 = pouco desenvolvido;

Fonte: Adaptado do *World Bank Washington* (2010), Relatório da ABCR e ANTT (2022).

A regulação de serviços públicos tem dois objetivos: incentivar o investimento e apoiar a eficiência na produção e utilização dos serviços regulados. Segundo Levi e Spiller (1994), a regulação pode ser considerada como um problema de desenho regulatório, contendo dois elementos básicos: primeiro, está relacionado com a governança regulatória e com mecanismos para conter a ação discricionária do governo, bem como para prover soluções de conflitos entre firmas e reguladores; e o segundo é o incentivo regulatório, que envolve o estabelecimento de normas específicas relacionadas ao regime de preços, subsídios, política de competição, universalização, barreiras à entrada, entre outros meios (CASTILHOS, 2021).

Segundo Nunes, Ribeiro e Peixoto (2015, p. 198), o funcionamento das agências, tem recebido críticas pelo fato de ultrapassarem sua natureza e “os limites regulatórios ao propor e executar políticas públicas, seja por conta da ‘politização’ encontrada na nomeação de presidentes e diretores [...]”. Por isso, no Brasil, o governo criou um mecanismo institucional para reger as concessões, que são as agências reguladoras. Os estudos realizados sobre os efeitos da regulação em diferentes setores econômicos são controversos. Alguns mostram impacto positivo no crescimento econômico, no mercado de capitais, na eficiência e no desempenho das empresas, enquanto outros comprovam o contrário.

Cabe às agências exercerem as competências regulatórias, fiscalizatória e normativa, controlando a conduta dos agentes e editando diretrizes sobre as matérias inerentes. A vantagem do modelo de “agência reguladora” é a substituição do controle político-burocrático pelo técnico, assegurado pela seleção baseada no mérito e submetida à aprovação de órgão colegiado e independência administrativa face à sua constituição como autarquia especial, com autonomia decisória, de objetivos, de instrumentos e financeira (SOUTO, 2002). A partir dos estudos acima, formulamos a terceira hipótese:

H3: Os números de fiscalizações das agências reguladoras afetam negativamente o valor de mercado das concessionárias de rodovias.

4. ASPECTOS METODOLÓGICOS

4.1 Dados

A unidade de análise principal deste estudo é composta por concessionárias de rodovias rodoviária listadas na BMF&Bovespa, no período de 2010 a 2022. Sendo elas listadas em bolsa, são empresas que apresentam maior transparência e têm suas informações auditadas, proporcionando maior confiabilidade nas informações.

A escolha por este período justifica-se pelo plano de Investimento no Transporte e Logística efetuado pela Confederação Nacional do Transporte entre 2011 a 2014, depois o programa de Concessão de Rodovias na terceira etapa - e, por fim, seis concessões que são partes integrantes do Programa de Investimentos em Logística, pertencente à terceira etapa - fase III (2013 e 2014) e outros leilões até 2022, promovidos pelo Ministério dos Transportes (ANTT, 2022).

4.2 Variáveis

As variáveis referem-se aos atributos das organizações que podem ser medidos. O referencial teórico apresentado serviu de base para a escolha das variáveis investigadas, de acordo com trabalhos anteriores que apresentam objetivos semelhantes a este estudo. Esta escolha possibilitou a comparação com os resultados obtidos nos trabalhos precedentes. As variáveis foram divididas em três grupos: dependentes, independentes e de controle. Com o objetivo de testar a influência mecanismos de governança corporativa no valor de mercado das concessionárias de rodovias listadas, segue o quadro 5 com as respectivas variáveis:

Quadro 5 - Resumo das Variáveis

Variáveis		Mensuração		Autores
Dependente	Q de Tobin (QTobin)	Representada pelo valor de mercado e o valor contábil dos passivos circulantes da empresa, dividido do valor contábil dos ativos circulantes da empresa;		Silveira et al. (2004); Silveira, Barros e Famá (2008); Peixoto (2012);
	Market-to-book (MBook)	Expressa o valor de mercado com base nas ações, dividido pelo valor do ativo total.		Silveira (2002); Andrade et al.(2013); Caixe e Kruter (2013);
Dependente	Estrutura de Propriedade	Ações em posse do maior acionista (PROP1).	Percentual de ações	Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008); Caixe e Kruter (2013);
		Ações em posse do acionista estrangeiro (CON1).	Percentual de ações	Dami, Rogers e Ribeiro (2007); Caixe e Kruter (2013).
		Identidade do Acionista (IDEN)	Binárias (<i>dummy</i>), 1 para acionista estrangeiro e 0 para os demais.	Silveira, Barros, e Famá (2008); Okimura, Silveira, e Rocha (2007);
	Conselho de Administração	Proporção de independente (IND)	Número de membros	Dutra e Saito (2002); Politelo e Cunha (2014);
		Dualidade (DUO)	Binária (CEO=1 e D=0)	Silveira (2002);
		Tamanho do conselho (TC)	Dado pelo total de membros	Andres, Azofra e Lopez (2005); Silveira (2002);
	Sistema Legal e regulação do setor	Infrações (INF)	Número de infrações	ANTT (2016); ARTESP (2016);
		Valor da infração (VAI)	Valores reais aplicados PER;	ANTT (2016); ARTESP (2016);
		Notificação (TROc)	Número de notificações;	ANTT (2016); ARTESP (2016);
		Fiscalização (FISC)	Número de TRO;	ANTT (2016); ARTESP (2016);
Controle	Rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE)	Medida pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido médio das empresas.		Silveira (2002); Politelo e Cunha (2014).
	Tamanho da empresa (TE)	Logaritmo do ativo total.		Silveira, Barros e Famá, (2008).

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

4.3 Modelos propostos

Com a intenção de analisar as características dos mecanismos de governança no valor de mercado das concessionárias de rodovias utilizando como método estatístico a Regressão de Efeitos Fixos com Dados em Painel. A característica dos dados em painel ou dados longitudinais, apresenta as observações alinhadas ao longo do tempo, para que dessa forma, proporcionem uma melhor investigação sobre a dinâmica das mudanças nas variáveis estudadas (HSIAO, 2006).

O primeiro modelo busca verificar, inicialmente, o efeito da presença dos investidores estrangeiros (CON1), a relação com o maior acionista (PROP1) e posteriormente a identidade do acionista (IDEN) no valor de mercado (QTobin, MBook) das firmas que compõem a amostra. Cada variável de estrutura de propriedade (CON1, PROP1 e IDEN) foi testada separadamente em virtude da multicolineariedade apresentada quando rodadas conjuntamente.

Quanto ao segundo modelo três características o difere do anterior. Primeiramente, cada uma das três dimensões (IND, DUO e TC) são testadas de maneira independente e depois conjuntamente, ou seja, um teste para cada uma delas e as três dimensões de uma vez só.

E por fim, o terceiro modelo procura averiguar as particularidades do sistema legal através da mediação da agência reguladora através das características do setor (INF, VAI, TROc e FISC). Busca-se, dessa maneira apresentar um modelo empírico alternativo que visa dar mais robustez as análises efetuadas.

4.4 Análise da Normalidade

A verificação descritiva das variáveis dependentes foi iniciada com a média das variáveis dependentes e o desvio padrão. Por meio da média, constatou-se que existia muita discrepância entre o valor mínimo e o valor máximo das variáveis. Dessa maneira, recorreu-se à técnica do DFBeta, para verificar a existência de observações atípicas (outliers). Posteriormente, foi verificada a normalidade univariada de todas as variáveis dependentes, independentes e de controle. Ao ser aplicado o Teste de Normalidade, e verificada Assimetria (Skewness) e Kurtose (Kurtosis), no entanto, todos os resultados obtidos foram significantes, portanto, rejeitou-se a hipótese nula de que os dados são normais (Apêndice A).

4.5 Análise da Correlação

A força da associação é medida pelo coeficiente de correlação, conforme descrito por Hair et al. (2005), em que coeficientes com os valores entre 0,41 a 0,70; 0,71 a 0,90 e 0,91 a 1,0 são considerados com associações moderadas, altas e muito fortes, respectivamente. A força da probabilidade de haver relação entre as variáveis está entre moderada, destacada em negrito, a leve, não havendo indicação de associação alta ou muito forte.

As variáveis - CON1 e IDEN; CON1 e DUO; CON1 e TC - apresentam alta correlação. Tais resultados são esperados, pois essas empresas têm a presença de acionista estrangeiro como administrador, o qual busca um maior controle da empresa, por isso ele também elege o CEO como membro do Conselho de Administração, e este tem uma composição maior. A moderada associação entre as variáveis IDEN, IND, DUO e TC indica que a presença de investidores estrangeiros tem boa relação entre a presença de membros independentes, dualidade (CEO/Conselheiro) e o tamanho do conselho. A variável tamanho do conselho indica moderada relação com os variáveis membros independentes, acionistas minoritários e com o tamanho da empresa.

As variáveis de regulação TROc e FISC têm forte relação, pois referem-se às fiscalizações e notificações emitidas pelas agências reguladoras (ANTT, ARTESP) às concessionárias de rodovias, por descumprimento das obras de infraestruturas previstas no Programa de Exploração de Rodovias. Outras variáveis de alta relação são IND e TC, o que mostra que a maioria das empresas estão com um número menor de membros independentes no conselho de administração. Apesar desses efeitos de significância, os coeficientes de correlação não são suficientemente altos a ponto de revelarem multicolineariedade. Segundo Hair Jr. et al. (2009), os coeficientes de correlação acima de 0,94 são indícios de que as variáveis não apresentam normalidade.

Após apresentar a matriz de correlação, testar-se-á os modelos de pesquisa a partir das equações, que contêm os indicadores para análise de efeitos fixos com dados em painel, sendo testados para que seja possível dar suporte empírico às hipóteses de pesquisa e às análises. O modelo com efeitos fixos pode ser estimado com a ferramenta Stata® pelo comando "xtreg" opção "fe". Utilizou-se as rotinas "vce (robust)" do Stata®, com o objetivo de controlar a multicolineariedade dos resíduos das variáveis.

5. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A intenção desta pesquisa foi analisar a influência do investidor estrangeiro como acionista, depois entender a composição do conselho de administração e examinar as particularidades do sistema legal e marco regulatório das agências reguladas (representante do poder concedente - Governo) das concessionárias de rodovias listadas na BMF&Bovespa entre os anos de 2010 e 2015. Abaixo segue o quadro com os principais resultados da análise quantitativa em relação aos achados teóricos:

Quadro 7 - Principais resultados da análise quantitativa e achados teóricos

Principais achados	Autores que corroborou	Resultados
H1: Quanto a presença acionista do estrangeiro (CON1) na estrutura de empresas reguladas impacta positivamente o Qtobin.	Piccioni, Sheng e Lora (2011), aponta a relação do maior acionista com os aspectos ligados ao valor de mercado das empresas no aporte do investidor estrangeiro; Pedreira e Santos (2006) a prática da governança corporativa das empresas brasileiras foi um caminho atrativo para o investidor estrangeiro, sendo um dos indicadores positivos da participação de acionistas estrangeiros com o seu capital;	Hipótese ACEITA
H2: As variáveis número de membros independentes (IND) têm impacto positivo sobre indicadores de valor de mercado	Carvalho-da-Silva e Leal (2005), um conselho independente pressupõe boa prática de governança uma vez que tal conselho é responsável por avaliar a diretoria; Black, Jang e Kin (2006) o aumento do número de conselheiros independentes é consistente com o aumento no valor de mercado das empresas;	Hipótese ACEITA
H3: As Fiscalizações (FISC) afetam negativamente o valor de mercado das empresas;	Bauer (2005) avalia a agência como presença positiva na regulação em prol das empresas públicas e mistas; Para Renders e Gaeremynck (2012) a qualidade e eficácia das estruturas de governança corporativa nas empresas de 14 países europeus está relacionado na existência de agentes reguladores com o desenvolvimento de novos regulamentos, leis destinadas a reduzir os benefícios do acionista controlador, aumentar o controle dos setores das empresas reguladas;	Hipótese REJEITADA

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

Para a realização dos testes das hipóteses, foram elaborados três modelos. Os modelos estão relacionados com as hipóteses H1, H2 e H3. Nele, os testes de regressão foram rodados com a presença mútua das variáveis dos mecanismos de governança corporativa para todos os indicadores que influenciam o valor de mercado das concessionárias.

5.1 Resultados dos modelos - Modelo 1

O teste proposto do Modelo 1 apresenta a hipótese: “A presença de investidores estrangeiros na estrutura de propriedade das concessionárias de rodovias afeta positivamente o valor de mercado”. De fato, o resultado da regressão confirmou que a presença de investidores estrangeiros (CON1) apresentou um coeficiente significativo B de 0,10 para Qtobin e de 0,09 para Mbook (p-value < 10%), entende-se, portanto, que o valor de mercado das concessionárias com a presença de investidores estrangeiros é de aproximadamente 12% superior quando a variável dependente é o Qtobin, estimado em 1,13 positivo o valor de mercado.

Tabela 1 - Resultados do Modelo 1 com a Estrutura de Propriedade

Variáveis	Var. Dep. Qtobin	Var. Dep. Mbook
PROP1	0.068*	0.081*
CON1	0.106*	0.098*
IDEN	-0.539	-0.547
c.PROP1#c.CON1	-0.001	-0.001
ROE	-0.004	-0.005
TE	-3.642	-2.563
_cons	0.621	-0.454
sigma_u	2.255	2.545
sigma_e	1.898	2.086
Rho	0.585	0.598
Obs	180	180

*p< 0,10; **p< 0,05; ***p<0,01

Fonte: Dados da Pesquisa

As concessionárias de rodovias foram uma estratégia do Governo brasileiro em reduzir a crise de investimento em infraestrutura e um caminho atrativo para aporte do investimento estrangeiro, por isso o interesse pelo capital privado, principalmente na participação de projeto de infraestrutura, onde existe dependência da entidade reguladora e concede uma maior estabilidade do setor macroeconômico (TIRYAKI, 2012). Ao longo da pesquisa, as características da governança ligadas ao poder de fiscalização dos acionistas, a efetividade do conselho de administração e o sistema legal como processo de proteção da garantia do retorno dos investimentos, comprovando assim a relevância entre a conexão governança corporativa e investidores estrangeiros (CUNHA, 2012).

5.2 Modelo 2

O teste proposto no Modelo 2 referente a hipótese: “As empresas de concessão de rodovias com um maior número de membros independentes em seus conselhos de administração está positivamente relacionado ao valor de mercado”. O resultado da regressão mostrou que a variável número de membros independentes do conselho de administração (IND) interagindo com a variável dualidade CEO/Presidente do conselho (DUO) apresentou um coeficiente de β de 0,09 (p-value < 10% para Qtobin e 0,05 para Mbook (p-value < 5%), entende-se, portanto, que o número de independentes no conselho de administração nas empresas é de aproximadamente 2% para variável dependente Qtobin, estimado em 0,13 positivo o valor de mercado e 9% para variável Mbook, estimado 0,93 positivo o valor.

Tabela 2 - Resultados do Modelo 2 com a Conselho de Administração

Variáveis	Var. Dep. Qtobin	Var. Dep. Mbook
PROPI	0.058**	0.074*
CON1	0.009***	0.016***
c.DUO#c.IND	0.471	0.325
TC	-0.506	-0.410
DUO	-1.116	-0.962
IND	0.090*	0.057**
ROE	-0.003	-0.004
TE	-2.615	-1.627
_cons	4.755	2.687
sigma_u	2.589	2.798
sigma_e	1.869	2.075
Rho	0.657	0.645
Obs	180	180

*p< 0,10; **p< 0,05; ***p<0,01

Fonte: Dados da Pesquisa

O conselho de administração com membros independentes tende a ter menos conflitos com acionistas. De acordo com a pesquisa, os membros independentes do conselho desempenham um papel importante no aumento da reputação da empresa e sua legitimidade, devido as suas conexões com os diversos stakeholders, por isso são considerados como fontes de recursos para as organizações (HILLMAN et. al., 2000; SANTOS; ORSO; MACHADO; SOUSA, 2019; SANTOS; SOARES, 2016; NARDES; BRITES, 2021).

5.2 Modelo 3

O teste proposto no Modelo 3 referente a hipótese: “Os números de fiscalizações das agências reguladoras afetam negativamente o valor de mercado das concessionárias de rodovias”. Dentre as variáveis regulatórias, segue a variável FISC que apresentou um coeficiente β de 0,001 para Qtobin (p-value < 1%) e 0,001 para Mbook (p-value < 1%); entende-se, portanto, que a fiscalizações efetuadas pelas das agências reguladoras apresentam uma relação positiva com o valor de mercado (Q de Tobin), estimado em 0,54 e 0,57 positivo o valor de mercado.

Tabela 3 - Resultados do Modelo 3 com o Sistema Legal

Variáveis	Var. Dep. QTobin	Var. Dep. MBook
PROP1	0.041**	0.055**
CON1	-0.016	-0.008
c.FISC#c.VAI	9.121	1.251
FISC	0.001***	0.001***
TROc	-0.002	-0.002
INF	-0.0006	0.0004
VAI	-5.428	-8.050
ROE	-0.005	-0.006
TE	-5.157	-4.660
sigma_u	1.944	2.067
sigma_e	1.872	2.023
Rho	0.518	0.510
Obs	180	180

*p< 0,10; **p< 0,05; ***p<0,01

Fonte: Dados da Pesquisa

Davis (2013), Walls e Triandis (2014) mostram que o sistema legal define quase todas as dimensões da governança da estrutura da empresa, com a finalidade de controlar a entidade de negócios, de quem é o proprietário, e seus stakeholders sobre o que podem e não podem fazer e, finalmente, com o poder e os recursos são distribuídos dentro da empresa e os processos organizacionais depende da legitimação das diferentes partes interessadas. A fiscalização e a inspeção efetuadas pelas agências reguladoras brasileiras apresentam uma relação positiva com o valor de mercado das concessionárias (NASCIMENTO, 2022). O sistema legal baseia nas normas, auditorias e orientações que controlam os setores das empresas (BOO; SHARMA, 2008), visto que as notificações emitidas pelas agências mantêm o cumprimento do setor da empresa alinhado com a perspectiva dos investidores (ARMOR; DEAKIN; LELE; SIEMS, 2009; ANTT, 2022; MONTESCHIO; MONTESCHIO; MONTESCHIO, 2023).

Por fim, obtive-se informações que os investidores estrangeiros estão tendo cada vez mais o controle das empresas de concessão rodoviária, por exemplo, em 2010 o número de acionista estrangeiro tinha 17,25% e em 2015 já está chegando em 25% como as empresas Triunfo e Arteris. Quanto aos conselheiros independentes é perceptível uma mudança de cultura das empresas, onde antes elas seguiam a orientação do IBGC acerca das melhores práticas que exige 20% do conselho com membros independentes e no momento estão vendo que a participação de membros independentes tem reduzido o conflito de interesse nas ações e planejamentos no conselho das empresas (por exemplo, o conselho de administração que no período de 2010 a 2012 tinha 2 membros independentes, atualmente as empresas Ecorodovias e CCR passaram para 3 a 4 membros no conselho). E quanto o sistema legal, a presença de investidores estrangeiros, faz com que o Governo Federal aumente fiscalização nos setores pelas agências reguladoras, cria novas leis para proteção do capital estrangeiro, permitindo abertura de capital e de recursos para investimentos no setor (FEROLA; PAGLIA, 2021; ANDRADE; ABREU; SANTOS, KHATIB, 2022).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta pesquisa buscou-se aliar e aproximar temas complementares: teoria da agência, os mecanismos de pela governança corporativa, e as particularidades do setor regulado no Programa de Exploração de rodovias, e seus possíveis impactos no valor de mercado das concessionárias de rodovias no Brasil.

Ao investigar uma perspectiva alternativa das dimensões da estrutura de propriedade das empresas, esta pesquisa buscou explicar a relação da presença de estrangeiros no valor de mercado das firmas. Foram operacionalizados indicadores do que se chamou de mecanismo de governança corporativa, representada pela propriedade estrangeira, membros independentes no conselho de administração e as normas e marco regulatório do setor de concessão rodoviária. Os resultados apontaram que os mecanismos de governança é um fato presente nas empresas brasileiras, que tende a atrair maiores investimentos estrangeiros em função de sua categorização de país com tradição diferente da Anglo-Americana, além das perspectivas de crescimento semelhantes a de outros países emergentes.

A qualidade da governança corporativa entre empresas está vinculada as políticas de controle para os investidores através das suas normas legais e para investidores externos em suas empresas públicas, mas os autores afirmam que a lacuna que interferem o sistema legal é a tentativa ou forma de avaliar as empresas públicas em todo o mundo através da estrutura de propriedade (BEBCHUK ET AL, 2009).

Quanto as principais limitações percebidas ao longo do desenvolvimento desse trabalho têm relação, sobretudo, à base de dados. Primeiramente, não há uma padronização no que diz respeito às informações contidas nos contratos de concessão de rodovias, fato que dificulta a coleta dos dados. De maneira que a interpretação das cláusulas e, posteriormente, sua categorização estão associadas à subjetividade do pesquisador. Além disso, há uma dificuldade na mensuração do sistema Legal, pois na maior parte das infrações não é informado quanto o percentual de valores detido pela agência reguladora das firmas.

Estudos futuros poderão evoluir nas contribuições com pesquisa em outros contextos institucionais e setores regulados (outros países emergentes) e que investiguem a atuação do acionista estrangeiro e o grau de sua influência na regulação de um país. Nesse sentido, sugere-se a utilização de indicadores e fatores do sistema legal através das normas de controle de autarquias e órgãos que segue os princípios de governança corporativa como a cartilha do IBGC, as orientações da CVM e a política dos níveis (Novo mercado, nível 1, nível 2, tradicional, Bovespa mais) das empresas no mercado de ações da BMF&Bovespa como controle e melhor legitimidade aos setores regulados.

REFERÊNCIAS

ADI, T. HANDAYANI, W. RAHAYU, S. The Influence of Corporate Governance and Capital Structure on Risk, Financial Performance and Firm Value: A Study on the Mining Company Listed in Indonesia Stock Exchange in 2009-2012. *European Journal of Business and Management*, v. 5, n. 29, p. 200-217, 2013.

AGUILERA, R. V; et al. Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *The Academy of Management Annals*, Vol. 9, n. 1, p.483-573, 2015.

AL-MUSALI, M. A. K.; ISMAIL, K. N. I. K. Corporate governance, bank specific characteristics, banking industry characteristics, and intellectual capital (IC) performance of banks in Arab Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(1), p.115-135, 2012.

- ANDRADE, L. P. d.; et al. 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, p. 4-31, 2009.
- ANDRADE, G. P.; ABREU, J. C. A.; SANTOS, R.C.; KHATIB, S. F. A. (2022). Metagovernance and Democratic Legitimacy: A theoretical Essay in Light of Non-Market Approaches. *Iberoamerican Journal of Corporate Governance*, 9(1), e1736.
- ANDRADE, A., ROSSETTI, J. P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2009.
- BARROS, F.E.E.D., SANTOS, R.C.D., ORSO, L.E.; SOUSA, A.M.R. (2021). The evolution of corporate governance and agency control: the effectiveness of mechanisms in creating value for companies with IPO on the Brazilian stock Exchange. *Corporate Governance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0355>.
- BHAGAT, S. BLACK, B. The uncertain relationship between board Composition and firm performance. *Business Lawyer*, v. 54, p. 921-963, 1999.
- CAIXE, D. F. KRAUTER, E. The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, v. 11, n. 1, p. 90-110, 2014.
- CALDERON, C. SERVEN, L. The Output Cost of Latin America's Infrastructure Gap. Central Bank of Chile, Working Papers, n.186, 2002.
- CASTILHOS, T. O. Assessing Legislative Innovation and its Impact on Corruption Control and Constitutional Rights: Advancements and Setbacks. *Journal of Law and Corruption Review*, 3(issue), e062, 2021. <https://doi.org/10.37497/CorruptionReview.3.2021.62>
- CHEN, Y. R.; et al. Corporate governance and longrun performance of equity issues: the role of foreign ownership in Taiwan. *Asia Pacific Management Review*, v. 14, n.1, p.27-46, 2009.
- CORREA, V. H. C.; RAMOS, P. A precariedade do transporte rodoviário brasileiro para o escoamento da produção de soja do Centro-Oeste: situação e perspectivas. *Rev. Econ. Sociol. Rural*, v.48, n.2 , 2010.
- DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*. v. 93, n. 6, p. 1155-1177. Dec, 1985.
- DESENDER, K. A.; et al. When does ownership matter? board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, v. 34, p. 823-842, 2013.
- ECKERT, A.; SILVA, G. B.; BEM, D. D.; SCHLINDWEIN, C. E. Comparativo Entre Práticas de Governança Corporativa Brasileiras e Norte-Americanas. *RGC - Revista De Governança Corporativa*, 9(1), e070, 2021. <https://doi.org/10.21434/IberoamericanJCG.v9i1.70>
- EISENHARDT, K. Teoria da Agência: Uma Avaliação e Revisão. *RGC - Revista de Governança Corporativa*, São Paulo (SP), v. 2, n. 1, 2015. DOI: 10.21434/IberoamericanJCG.v2i1.14.
- FEROLA, B. G.; PAGLIA, L. B. ESG: primeiros passos, em especial para empresas públicas. *Revista Latino-Americana De Governança*, 1(1), e027, 2021. <https://doi.org/10.37497/ReGOV.v1i1.27>
- FONTES FILHO, J.R.; PICOLIN, L.M. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública*, v. 42, n.6, p.1163-1168, 2008.
- HILLMAN, A. J.; CANNELLA, A. A.; PAETZOLD, R. L. The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, Mar, 37(2), 235-255, 2000.
- HITT, A. M.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. Administração Estratégica: competitividade e globalização. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.
- JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. p. 831-880, 1993.
- KOERNIADI, H. KRISHNAMURTI, C. TOURANI-RAD, A. Corporate governance and risk-taking in New Zealand. *Australian Journal of Management*, v. 39, n. 2, p. 227-245, 2014.
- LA PORTA, R. et al. Legal Determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 3, 1997.
- LA PORTA, R.; et al. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, 1998.
- LA PORTA, R.; et al. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, 1999.

- LA PORTA, R.; et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, 2000.
- MEDEIROS, M. L.; CODIGNOTO, R. Governança, integridade e resultados caminham juntos. *Revista Latino-americana de Governança*, Brasília (DF), v. 3, n. 1, p. e030, 2022. DOI: 10.37497/ReGOV.v3i1.30.
- MONKS, R. A. G. MINOW, N. *Corporate Governance*. 2nd edition. Cambridge, MA: Blackwell Business, 2001.
- MONTESCHIO, H.; MONTESCHIO, V. J. T.; MONTESCHIO, G. Z. Anti-Corruption Law in Brazil: Promoting Integrity and Ethical Culture in Business Practices. *Journal of Law and Corruption Review*, 1(ssue), e059, 2023. <https://doi.org/10.37497/CorruptionReview.1.2019.59>
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p.293-315, 1988.
- NARDES, J. A. R.; BRITES, E. E. Governança e o processo de tomada de decisão: A racionalização na entrega de valor público. *Revista Latino-Americana De Governança*, 1(1), e028, 2021. <https://doi.org/10.37497/ReGOV.v1i1.28>
- NASCIMENTO, A. L. Instrumentos Jurídicos de Governança e Implementação de Dispositivos da Legislação Brasileira. *Revista Latino-americana de Governança*, Brasília (DF), v. 2, n. 1, p. e037, 2022. DOI: 10.37497/ReGOV.v2i1.37.
- OCDE. The OECD Report on Regulatory Reform Synthesis. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/17/25/2391768.pdf>>. Acesso em 10 fev 2016.
- OKIMURA, R. T. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- POLITELO, L.; CUNHA, P, R, da. Estrutura de propriedade como dimensão da governança corporativa e sua relação com o desempenho das empresas familiares. In: XIV CONGRESSO NOVAS PERSPECTIVAS NA PESQUISA CONTÁBIL USP. Anais... São Paulo, Julho, pp. 1-16, 2014.
- RENDERS, A. GAEREMYNCK, A. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value. In *European listed companies. Corporate Governance: An International Review*, v. 20, p. 125-143, 2012.
- SANTOS, R.C.; ORSO, L.E.; MACHADO, M.C.R.; SOUSA, A.M.R. (2019). "Foreign investors? The effects of the property structure and legal system as mechanisms of corporate governance in Brazilian regulated companies", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 19 No. 5, pp. 1082-1116.
- SANTOS, R.C.; SOARES, M. I, J. Ensaio Teórico sobre a Governança Corporativa em setores regulados aplicado às concessionárias de rodovias. *RGC - Revista de Governança Corporativa*, São Paulo (SP), v. 3, n. 1, 2021. DOI: 10.21434/IberoamericanJCG.v3i1.18.
- SANTOS, R. C.; ORSO, L. É., MACHADO, M. C. R; SOUSA, A. M. R. (2019) Foreign investors? The effects of the property structure and legal system as mechanisms of corporate governance in Brazilian regulated companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, v. 19, p. 1082-1116, 2019.
- SILVA, R. R.; SANTOS, R. C.; SOUSA, A. M. R.; ORSO, L. É.; KHATIB, S. F. A. (2021). Code of ethics and conduct in the light of corporate governance: the stakeholders' perspective. *Revista de Administração da UFSM*, 14(2), 405-422. <https://doi.org/10.5902/1983465954702>
- SILVEIRA, A. D. M. d. 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.
- YESCOMBE, E. R. *Principles of policy and finance*. Great Britain: Elsevier, 2007.
-

APÊNDICE A

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Min	Max	Assimetria	Kurtose	Qtobin	Market	PROPI	CON1	IDEN	IND	DUO	TC	INF	VAI	TROc	FISC	ROE	TE
QTobin	7.33	0.92	3.02	9.38	0.0000	0.0000	1.0000													
MBook	5.29	2.37	0.92	10.4	0.4997	0.0000	0.0686	1.0000												
PROPI	73.30	24.74	15.26	100	0.0087	0.0095	0.0014	-0.0660	1.0000											
CON1	28.64	36.64	0	84.16	0.0018	0.0000	0.1818*	-0.1499*	-0.2555*	1.0000										
IDEN	0.46	0.49	0	1	0.3776	0.0000	0.1435	-0.1114	-0.2459*	0.8474*	1.0000									
IND	1.22	1.08	0	3	0.1998	0.0000	0.1761*	0.0957	-0.2866*	0.4124*	0.4450*	1.0000								
DUO	0.44	0.49	0	1	0.2085	0.0000	0.1714*	-0.2296*	-0.0709	0.8243*	0.6754*	0.1634*	1.0000							
TC	7.01	2.47	2	11	0.2390	0.0130	0.2178*	0.0832	-0.4219*	0.6192*	0.5107*	0.7021*	0.3494*	1.0000						
INF	2.93	5.58	0	32	0.0000	0.0000	0.0444	-0.0603	-0.1073	0.2811*	0.1984*	0.2594*	0.2006*	0.2828*	1.0000					
VAI	18.15	72.53	0	5.15	0.0000	0.0000	-0.0216	-0.0522	0.0668	0.0814	0.0238	-0.0558	0.0493	-0.0240	0.3391*	1.0000				
TROc	356.04	434.28	0	2178	0.0000	0.0000	0.0339	-0.1456	-0.0314	0.3810*	0.2820*	0.2302*	0.3525*	0.2828*	0.3841*	0.2947*	1.0000			
FISC	32.95	38.07	0.33	182.17	0.0000	0.0001	0.0428	-0.1808*	-0.0569	0.4252*	0.3443*	0.2801*	0.3811*	0.3202*	0.4058*	0.2642*	0.9471*	1.0000		
ROE	26.99	34.92	-49.4	123.3	0.0054	0.7971	-0.155*	0.0550	-0.1156	-0.1367	-0.0571	0.1254	-0.1404	0.0186	0.0174	0.0468	-0.0537	-0.0484	1.0000	
TE	122.31	349.04	126.31	161.28	0.0000	0.0000	0.0686	-0.0307	-0.1075	-0.0830	-0.0666	-0.1118	0.0019	-0.0280	0.0530	0.0135	-0.0766	-0.0209	-0.0643	1.0000