



RGC, São Paulo, v. 3, n.1, art.2, pp. 24-50, out. 2016.
ISSN 2359-313X

**Ensaio Teórico sobre a Governança Corporativa em setores regulados
aplicado às concessionárias de rodovias**

***Theoretical Essay on Corporate Governance in sectors regulated applied to
highway dealers***

Ruan Carlos dos Santos

E-mail: ruan.santos@edu.univali.br

Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI

Mestrado Acadêmico em Administração - UNIVALI (2015-2017)

R. Uruguai, 458 - Centro, SC, 88302-202

Janypher Marcela Inácio Soares

E-mail: janypher@univali.br

Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI

Mestrado Acadêmico em Administração - UNIVALI (2015-2017)

R. Uruguai, 458 - Centro, SC, 88302-202

Recebido em 21 de julho de 2016

Aceito em: 21 de outubro de 2016

Publicado online em 21 de outubro de 2016

SANTOS; Ruan Carlos dos¹, INACIO-SOARES; Janypher Marcela².

¹ Mestrando em Administração na UNIVALI; Bolsista do PROSUP/CAPES/ Pós-Graduação, Professor da UNILAS – ruan_santos1984@hotmail.com

² Mestranda em Administração na UNIVALI; Bolsista do Programa UNIEDU/Pós-Graduação, Professora da UNIVALI; ² - janypher@gmail.com

RESUMO

Este ensaio teórico baseia-se em teorias da Governança Corporativa, como a Teoria da Agência, para trazer proposições teóricas sobre a governança nos setores regulados, como é o caso das concessionárias de rodovias no Brasil. 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. São apresentadas três proposições de estudos que poderão incentivar futuras investigações empíricas sobre essa temática.

Palavras-chave: Teoria da Agência, Governança Corporativa, Setores regulados.

ABSTRACT

This theoretical essay is based on theories of corporate governance, such as the Agency Theory to bring theoretical propositions on governance in the regulated sectors, such as the highway concessionaires in Brazil. This work will also seek to fill a little gap in the discussion of the main aspects of the Agency Theory, ie the assumptions about the behavior of shareholders and executives in companies; the delegation of authority to managers; agency costs resulting from the decision-making by the organization; and the control mechanisms of the behavior of managers. From the essential elements of this theory, the mechanisms of corporate governance are developed, focused on the ownership structure, the board of directors and the legal system, which aim to maximize the company's value and protect the investments of

their owners. They are presented three propositions studies that may encourage future empirical research on this topic.

Keywords: Agency Theory, Corporate Governance, regulated sectors.

INTRODUÇÃO

Devido às alterações ocorridas na economia brasileira ao longo da década de 1990, fundamentalmente com a abertura comercial, a liberalização dos mercados financeiros e de capitais, os retornos de fluxos de capital estrangeiro para o país, assim como o processo de privatização de grandes companhias estatais, foram criadas pressões para que se fosse repensada a estrutura de governança das empresas brasileiras. No Brasil, afirma Carvalho (2003) os programas de concessões de rodovias foram consequências das dificuldades crônicas do Estado em levantar recursos para o financiamento da manutenção e ampliação da infraestrutura dos serviços públicos.

Nesse contexto, incluem-se as concessionárias de rodovias. Estas, são empresas oriundas do processo de concessões de rodovias iniciado em 1995 pelo Estado Brasileiro. As concessões outorgadas pela legislação brasileira que rege as PPP's - Parceria Público-Privada – acerca das Leis Federais nº 11.079/2004 e nº 8.987/1995 – Lei Geral de Concessões e Permissões, que estabelece o regime geral, e a Lei nº 9.074/95 – contribuíram para com o Estado em descentralizar a realização dos investimentos em infraestrutura para empresas privadas. Entretanto, não foi retirada a responsabilidade do Estado no que tange a tarefa de acompanhar e fiscalizar o modo como os serviços vinham sendo prestados.

Este estudo analisa a governança corporativa e os conflitos de agência de empresas do setor regulado, tais como as concessionárias de rodovias. Todas as empresas sofrem com os conflitos de agência, pois eles interferem tanto no risco quanto na incerteza do mercado de capitais, deixando mais elevado os efeitos sobre o comportamento do investimento dos acionistas. A redução do risco e da incerteza através de melhores práticas de governança e de setores regulados podem ser percebida pelos investidores como algo que justifique uma precificação de mercado diferenciada. De fato, o entendimento da estrutura de governança corporativa passa pelo entendimento da estrutura de propriedade da empresa, está por sua vez afeta as relações de agência, o envio de informações, a relação e composição do Conselho de Administração bem como o sistema legal que fiscaliza as organizações e setores da economia.

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. E as diferenças nas estruturas de propriedade sejam resultado de uma razão, motivação e cujos determinantes possam ser estabelecidos.

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.

O acirramento das necessidades de capital e com a tendência de aumento de monitoração externa das organizações, o mecanismo externo através do sistema legal tem sido destaque em diferentes programas e promoção no desenvolvimento de setores regulados. O órgão regulador do setor de concessão rodoviária é a Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) e outros organismos que monitoram o mercado financeiro das empresas de concessão como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Bolsa de Mercados Futuros e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BMF&Bovespa), Associação Brasileira de Concessão Rodoviária (ABCR), e o

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), implementaram diferentes estratégias que buscam despertar a confiança e a proteção legal aos fornecedores de capital das companhias brasileiras, sobretudo aos seus proprietários, sejam controladores ou minoritários. Por intermédio de normas reguladoras, o Estado concede ao particular a prestação de serviços e regula sua utilização, impondo preços, quantidades produzidas, padrões de qualidade, circulação e consumo de bens (ARAGÃO, 2007; SALOMÃO FILHO, 2008).

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 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 & 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 & WEISBACH, 2009).

Este estudo tem o objetivo de analisar teoricamente as teorias da agência e seus desdobramentos sobre a governança corporativa no caso de empresas de setores regulados, tais como as concessionárias de rodovias no Brasil.

Para isso, será feita uma revisão da teoria existente e, a partir daí, são formuladas proposições teóricas aplicadas aos setores regulados.

Espera-se com isso que as proposições feitas a partir da análise da teoria possam ser inspiração para futuros estudos de testes de hipóteses.

Governança corporativa e a teoria da agência

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).

Os mecanismos da governança que têm sido mais extensivamente estudados nos Estados Unidos podem ser amplamente caracterizados como sendo interno ou externo à empresa. Desta forma, a fim de diminuir os conflitos de agência, utilizam-se de mecanismos internos e externos da Governança Corporativa, 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. Por mecanismos internos são destacados o conselho de administração e a participação acionária na estrutura da empresa, e do outro lado, os mecanismos externos o mercado acionário e o sistema jurídico (DENIS & MCCONNEL, 2003).

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 & 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 & MECKLING, 1976).

Todavia, a assimetria de informação ocorre nas relações contratuais onde um agente possui uma informação que o outro desconhece e, para obtê-la, despenderá de algum custo. Nesse caso, existe uma imperfeição denominada assimetria de informação (MILGROM; ROBERTS, 1992). 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. Fazendo assim surgir a Governança Corporativa como proposta moderadora das relações de agência (BADULESCU & BADULESCU, 2008).

A teoria da agência, bem como uma abundância de investigação da administração, solicitava especificações das qualidades essenciais de um gestor, para tanto que houve época em que conselhos de administração das empresas consistia em subgrupos eleitos de grandes proprietários. Mas hoje, pelo menos no Estados Unidos, os conselheiros são em grande parte contratado agentes próprios – proeminentes e selecionados por serem conhecidos pelo Diretor Presidente, ou por outros diretores atuais. A grande maioria destes indivíduos têm responsabilidades primárias que se encontram em algum lugar que não seja a empresa focal (MONKS & MINOW, 2011; HAMBRICK; MISANGY & PARK, 2015).

Em contraste entre a visão padrão da teoria de agência, que incide sobre os custos de monitoramento e alinhamento de incentivos, a teoria da agência comportamental coloca o desempenho do agente no centro, argumentando que os interesses de acionistas e os seus agentes são mais susceptíveis de ser alinhado se os executivos estão motivados para realizar o melhor de suas habilidades.

Argumentamos ainda, que a teoria da agência comportamental fornece uma estrutura melhor para teorizar sobre executivo compensação, uma teoria avançada do comportamento do agente e uma melhor plataforma para fazer recomendações sobre a elaboração de planos de remuneração de executivos (PEPPER & GORE, 2015).

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 do setor regulado que receberam capital de investidores estrangeiros, pois o comportamento dos agentes é suscetível ao plano de remuneração relevante na gestão societária, e com isso seus interesses são mais parecidos com os dos principais.

Proposição 2 (P2): em empresas do setor regulado, os conflitos de agência podem aumentar, mesmo com o recebimento do capital de investidores estrangeiros, nos casos em que os agentes não são substituídos na administração da empresa.

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 controle e propriedade

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 ideia foi amplamente adotada como o modelo de corporação nas economias modernas.

Entretanto, alguns estudos concluíram que poucos são os países que se caracterizam por empresas com propriedade difusa. Esta estrutura de propriedade ocorre basicamente em grandes corporações de países anglo-saxões. Ao contrário dos países anglo-saxões, países como França, Itália e Alemanha, entre outros, caracterizam-se por uma forte concentração de propriedade e controle.

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 dispersão da propriedade é um mecanismo de governança que visa retirar o poder de expropriação dos minoritários pelo majoritário. Este tipo de conflito é proveniente de uma estrutura de propriedade concentrada, que segundo La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1999), é o tipo mais comum de estrutura de propriedade encontrada no mundo. Não se tratando de um conflito de interesses entre o agente e o principal, e sim de duas classes diferentes de principais. O grande problema é a expropriação da riqueza do minoritário pelo majoritário.

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.

Nesta perspectiva existem diferenças entre os sistemas de governança. Carvalho (2002) menciona os seguintes sistemas: o anglo-saxão, predominante no Reino Unido e nos Estados Unidos, e o nipo-germânico, que predomina no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa Continental. A distinção entre os dois sistemas está baseada em cada modelo de propriedade, nas formas de

monitoramento usadas por seus acionistas e suas visões a respeito dos objetivos finais das empresas. Por um lado, o modelo anglo-saxão caracteriza-se por participações acionárias pulverizadas e bolsas de valores que garantem a liquidez ao mercado acionário, diminuindo o risco dos acionistas. O objetivo principal das empresas é a criação de valor para os acionistas. Por outro lado, no modelo nipo-germânico prevalece a propriedade mais concentrada e participações acionárias de longo prazo. As empresas neste sistema buscam equilibrar os interesses dos acionistas com os de outros grupos interessados (*stakeholders*).

Os atributos das empresas influenciam a escolha das práticas de governança e interagem 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.

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

Nas últimas décadas, 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. Frequente 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 através de ADRs (*American Depositary Receipts*) e GDRs (*Global Depositary Receipts*) 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.

Neste contexto, a *Organization for Economic Co-operation on Development* (OCDE, 1997, p. 6) define regulação como o “conjunto de instrumentos por meio dos quais os governos estabelecem regras para empresas e cidadãos”. Essas definições trazem, em si, a ideia de fiscalização e controle do Estado sobre os setores produtivos. Corroborando com isto Boehm (2007, p. 2) afirma que regulação “é uma intervenção coercitiva por parte do governo, através do estabelecimento de regras e sanções com objetivos aparentes de corrigir falhas observadas em uma determinada indústria”.

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 desmantelamento de cartéis e a definição de preços e quantidades por intermédio da concorrência (GOMES, 2005; MOREIRA, 2007; NUNES, RIBEIRO & PEIXOTO, 2007).

A regulação é uma grande necessidade de proteção para as empresas, principalmente para os investidores, de acordo com Levy e Spiller, (1993) são dois os principais objetivos da regulação: (i) incentivar investimentos - por intermédio de implementações justas que permitem lucros aos investidores e inspire confiança na estabilidade do ambiente de negócio e, (ii) suportar eficiência na produção e no uso – com a adoção de medidas de estímulo à competição e ao uso de preços adequados de mercado.

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.

A regulação por meio de agências reguladoras teve origem nos Estados Unidos, com o estabelecimento da *Lei National Recovery Act* de junho de 1933, que criou a agência *National Recovery Administration*. A função dessa agência era implementar a *Lei National Recovery Act*. Essa lei tinha como função combater a deflação e o excesso de capacidade da indústria americana acometida pela grande depressão da década de 1930. Nesse período também foi criada a *Securities and Exchange Commission* (SEC), agência independente com a função de regular o mercado financeiro. Seu diretor, James Landis, foi o precursor do ideal regulatório americano com a definição de conceitos de cooperação entre Estado-Indústria, separação entre política pública e administração, e transparência, quando da publicação em 1938, do livro *The Administrative Process* (GOMES, 2005; NUNES, RIBEIRO & PEIXOTO, 2007; PECI, 2007). 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 & 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 & 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 Públicas 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.

- **ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres:** A Agência Nacional dos Transportes Terrestres (ANTT) foi criada em 2001, é vinculada ao Ministério dos Transportes e tem independência administrativa e financeira. A agência é responsável pela concessão de ferrovias, rodovias e transporte ferroviário relacionado à exploração da infraestrutura; e pela permissão de transporte coletivo regular de passageiros por rodovias e ferrovias. O Programa de Concessão de Rodovias Federais abrange 11.191,1 quilômetros de rodovias, desdobrado em concessões

promovidas pelo Ministério dos Transportes, pelos governos estaduais, mediante delegações com base na Lei n.º 9.277/96.

- ARTESP – Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Transporte do Estado de São Paulo: A instituição da Artesp veio dar caráter definitivo à exigência da Lei Estadual de Concessões e Permissões de Serviços Públicos (lei nº 7.835, de 08 de maio de 1992), com o objetivo de regular e fiscalizar o Programa de Concessões Rodoviárias, implementado pelo Governo do Estado de São Paulo a partir de 02 de março de 1998, assim como os serviços permissionados de transporte intermunicipal de passageiros e todos os serviços de transporte que eventualmente venham a ser delegados no futuro. Entre outras agências estaduais que regulam os serviços públicos acerca de concessão rodoviária ao longo do país, por exemplo, a AGEPAR - Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Infraestrutura do Paraná, AGERBA – Agência Estadual de Regulação de Serviços Públicos de Energia, Transportes e Comunicações da Bahia entre outras.

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 gerir as organizações, com a finalidade de aumentar e proteger a riqueza dessa categoria de investidor.

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 entre propriedade e decisão. 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.

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

Andrade, A. Rossetti, J. P. (2006). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.

Aragão, A. S. (2007) As agências reguladoras independentes e a separação de poderes: uma contribuição da toeira dos ordenamentos setoriais. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico (REDAE)*, (10).

Badulescu, D.; Badulescu, A.. (2008) Aspects Regarding The Motivation And Forms of Foreign Banks' Penetration in Central and Eastern Europe, Theoretical and Applied Economics, *Asociatia Generala a Economistilor din Romania - AGER*, 12(529), 89-100.

Caixe, D. F. Krauter, E. (2014) The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, 11(1), 90-110.

Campos, T. (2006) Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração* 41, 369-380.

Carvalho, A.G. (2003) Efeitos da migração para níveis de governança. *Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças*, São Paulo.

CVM. (2014) *Comissão de Valores Mobiliários, GDE. Panorama do Mercado Secundário Internacional de Valores Mobiliários*, 05/2014 (www.cvm.gov.br).

- Denis, D. K; McConnell, J. J. (2003, Mar). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 1-36.
- Desender, K. A.; Aguilera, R. V. Crespi, R.; Garcia-Cestona, M. (2013) When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34, 823–842.
- Durnev, A. Kim, H. (2005) To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493.
- Eisenhardt, K. M. (1989) Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74.
- Fama, E. (1980) Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.
- Famá, R., Barros, L. (2000) Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos Metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 7 (4).
- Fadul, E. (2007) Dinâmicas contemporâneas na regulação de serviços públicos In: PECCI, A. *Regulação no Brasil: desenho, governança, avaliação*. São Paulo: Atlas.
- Gomes, J. B. B. (2005) Agências reguladoras: A metamorfose do Estado e da democracia (uma reflexão de Direito Constitucional Comparado). *Revista de Direito Constitucional e Internacional*. 50, 39-74.
- Gomes, A. (2000) Going public without governance: managerial reputation effects. *Journal of Finance*, 55 (2), p. 615-646.
- Gillan, S. L. (2006) Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of corporate finance* 12.
- Hambrick, D. C. Misangyi, V. F. Park, C. A. (2015) 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.
- IBGC (2003) Booz Allen. Panorama atual da governança corporativa no Brasil. *4º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa*.
- Jensen, M. C. Meckling, W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.

Jensen, M. C. (2001) *A theory of the firm: governance, residual claims, and Organizational forms*. (1a ed., 320p). Ed. Harvard University Press.

Lameira, V. J. Ness Jr., V. L. Macedo-Soares, T. D. L. A. (2007) Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *RAUSP–Revista de Administração da USP*, 42 (1), 64-73.

La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. (1997) Legal Determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52 (3).

La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. (1998) Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106.

La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. (1999) Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54.

La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. (2000) Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58.

La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. (2002) Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55.

La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A. Vishny, R. (2002) Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 53 (3).

Leal, R. Carvalhal Da Silva, A. Valadares, S. (2002) Estrutura De Controle Das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6 (1).

Leal, R. Oliveira, C. (2002) An evaluation of board practices in Brazil. *Corporate Governance*, 2.

Mak, Y.T. Li, Y. (2001) Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7, (3), 235–256.

Martins, H.C. Rodrigues, S. B. (2005) Atributos e Papeis dos Conselhos de Administração das Empresas Brasileiras. *RAE - Edição Especial*, 45, 23 – 35.

Mckinsey & Company, Korn/Ferry International. (2001). *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*. São Paulo.

Monks, R. A. G. Minow, N. (2011). *Corporate governance* (5th ed.). Chichester, UK: Wiley.

Morck, R.K. Steier, L. (2005) The Global History of Corporate Governance-an introduction. [Working paper 11062 (www.nber.org/papers/w11062)]. NBER

Morck, R. Shleifer, A. Vishny, R. (1988) Management ownership and market Valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, p.293-315.

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

Nunes, E. Ribeiro, L. M. Peixoto, V. (2007) Agências reguladoras no Brasil. [Documento de Trabalho n. 65]. Rio de Janeiro: Observatório Universitário.

OCDE (1997) The OECD Report on Regulatory Reform Synthesis, 1997. Recuperado Fevereiro 10, 2014, de <<http://www.oecd.org/dataoecd/17/25/2391768.pdf>>.

OCDE (2007) Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2007. Recuperado Julho 10, 2009, de <<http://www.oecdbookshop.org/oecd/display.asp?>>.

Peci, A. Cavalcanti, B. S. (2000). Reflexões sobre a autonomia do órgão regulador: análise das agências reguladoras estaduais. *RAP*, 34(5), 99-118.

Pepper, A. Gore, J. (2015) Behavioral agency theory new foundations for theorizing about executive compensation. *Journal of management*, 41(4), 1045-1068.

Posner, R. (1974) Theories of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*. (5), 335-358.

Rossoni, L. Machado-Da-Silva, C. (2013) Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas, São Paulo*, 53 (3), 272-289.

Salomão Filho, C. (2008). *A Regulação da Atividade Econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. Malheiros Editores Ltda. São Paulo.

Siffert Filho, N. F. (1998) Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, 5,(9).

Shleifer, A., Vishny, R. (1986) Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, (94), 461-488.

Silveira, A. M.. Barros, L.A. Famá, R. (2003) Estrutura de governança e desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de pesquisas em Administração*, 10 (1), p. 57-71.

Silveira, A. M. (2002) *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. USP, São Paulo.

Silveira, A. M.; Perobelli, F. F. C.; Barros, L. A. B. C. (2008). Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *RAC*, 12 (3), 763-788.

Salomão Filho, C. (2008) *Regulação da Atividade Econômica, Princípios e Fundamentos Jurídicos*. São Paulo.

Shleifer, A., Vishny, R. (1997) A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

Spiegel Y. Spulber, D. (1994). The Capital Structure of a Regulated Firm. *RAND Journal of Economics*, 25(3), 424-440.

Stigler, G. (1971) The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics*, 1(Spring), 3-21.

Thomsen, S.. Pedersen, T. (2000) Ownership Structure and Economic Performance In The Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689–705.

Witherell, W. (1999) *The OECD and corporate governance*. Financial Reporting.

Yermack, D. (1996) Higher market valuation of companies with a small board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 185-213.