



UNIVALI

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ

**Curso de Mestrado Acadêmico em Administração – CMA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

IVAN LUIZ ECCO

**CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO DAS EMPRESAS REGULADAS NO BRASIL:
CONEXÕES POLÍTICAS E O SEU DESEMPENHO**

Dissertação de Mestrado

**BIGUAÇU
2010**

AGRADECIMENTOS

Muitas foram as pessoas que contribuíram para que este trabalho se concretizasse. Nada mais justo do que expressar meu sincero agradecimento.

Rudney Raulino, Diretor Regional do SENAC/SC, por acreditar na educação e na capacidade de seus diretores, pelo incentivo, desprendimento e comprometimento com o crescimento das pessoas.

Carlos Ricardo Rossetto, coordenador do programa de mestrado, pela condução do programa e incentivo.

Rosilene Marcon, orientadora e incentivadora, pelo seu otimismo e dinamismo, e por sempre acreditar em minhas idéias e no novo.

Silvio Parodi Oliveira Camilo, doutorando, pela sua importante ajuda na construção do trabalho com muita capacidade, experiência e profissionalismo.

André Leonardo Pruner da Silva, bolsista do Grupo de Estudos sobre Estratégia e Performance - GEEP, pela ajuda inicial na baixa dos arquivos e coleta dos dados.

Equipe da Divisão de Educação Profissional do SENAC/SC pela compreensão, apoio e ajuda nas horas de ausência.

Raimundo Nonato e Nádia Helena Presser, professores doutores, pela ajuda na busca de bibliografias e incentivo.

Diretores do SENAC/SC e colegas de mestrado, em especial Ronaldo Ribeiro e Klara Friederike Kock Hoeltgebaum pelos momentos de estudo, convívio e trocas realizadas.

A Deus.

Quanto mais o indivíduo aprende,
tanto mais útil se torna para si e
para a sociedade.
José Ingenieros

RESUMO

A Governança Corporativa é um tema de grande destaque na literatura acadêmica atual e de preocupações dos governos, legisladores, investidores, políticos e cidadãos, devido a sua importância no acompanhamento da gestão das organizações e nos problemas, principalmente de credibilidade e perdas financeiras para os investidores, quando não controlada nem monitorada pelos sistemas de controle institucionalizados – como os Conselhos de Administração das empresas, os códigos de boas práticas e as leis. O controle e monitoria também são exercidos por agências reguladoras, na intenção de implementar as políticas públicas governamentais específicas de setores econômicos que passaram por um processo de privatização. O presente trabalho tem por objetivo analisar as conexões políticas das firmas reguladas no país, por meio dos membros do Conselho de Administração, no período de 1999 a 2008, e os efeitos no desempenho e na alavancagem. Para atingir este objetivo utilizou-se como fundamentação teórica: a Teoria da Agência, Teoria da Governança Corporativa, Teoria da Regulação Econômica e a Teoria das estratégias políticas corporativas. Quanto à metodologia, o trabalho utilizou o tipo de pesquisa quantitativo e a estratégia empírico-exploratória. Para a realização da pesquisa foram utilizadas fontes de dados secundários do Economática® e as informações do relatório de Informações Anuais (IAN), disponíveis na Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e na Bolsa de Mercados Futuros e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBOVESPA) para o período de 1999 a 2008. O critério de escolha das empresas estudadas (amostra) obedeceu à classificação utilizada pela BM&FBOVESPA das quais fazem parte setores que possuem agências reguladoras. Foram pesquisadas 127 empresas de 5 setores: Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Construção e Transporte, Telecomunicações e Utilidade Pública. Analisou-se os dados pelo método hipotético-dedutivo, análise descritiva e análise de regressão multivariada. Verificou-se que 80% das empresas estão conectadas politicamente e 29% das vagas ocupadas são de conselheiros com conexões políticas. Dos setores analisados, o de utilidades públicas é o setor que possui o maior número de empresas conectadas e, conseqüentemente, o maior número de conselheiros com experiência política. Verificou-se que os Conselhos de Administração apresentam como características: elevado número de gestores, inexpressivo número de conselheiros independentes comprometendo o nível da governança corporativa, maior ênfase nas questões burocráticas e processuais e pouca influência nos processos legislativos devido à baixa representatividade de políticos eleitos. Na análise estatística dos dados, constatou-se que as conexões políticas corporativas não apresentam relações estatísticas significativas com o desempenho econômico e a adoção dessas estratégias políticas corporativas, também não representa um aumento de capital com financiamentos.

Palavras-chave: Conselhos de Administração. Regulação. Agências de Regulação. Conexões Políticas Corporativas. Desempenho e Alavancagem.

ABSTRACT

Corporate Governance is a major theme in the current academic literature, and is a concern of governments, legislators, investors, politicians and citizens, due to its importance for monitoring organizational management and problems, particularly in relation to credibility and financial losses for investors, where there is no control or monitoring by the institutionalized control systems, such as company boards of directors, codes of good practice, and laws. Control and monitoring are also carried out by the regulatory agencies, with the purpose of implementing specific government public policies for economic sectors that have undergone a process of privatization. This work analyzes the political connections of Brazilian regulated companies, through the members of the boards of directors, from 1999 to 2008, and their effects on performance and leverage. It is based on the following theoretical bases: the Agency Theory, the Theory of Corporate Governance, the Theory of Economic Regulation, and the Theory of Corporate Political Strategies. As for the methodology, this work applies the quantitative research approach and the empirical-exploratory strategy. For the research, secondary data sources of Economática® were used, as well as information from the Annual Information Reports (AIR) available from the Securities and Exchange Commission (CVM) and the Brazilian Mercantile and Futures Exchange and São Paulo Stock Exchange (BM&FBOVESPA) for the years 1999 to 2008. The selection of the studied companies (sample) followed the classification used by the BM&FBOVESPA, which consists of the sectors that have regulatory agencies. The resulting sample included 127 companies in five sectors: Oil; Gas and Biofuels; Construction and Transportation; Telecommunications and Public Utilities. The data were analyzed using the deductive-hypothetical method, descriptive analysis, and multivariate regression analysis. It was observed that eighty percent of the companies have political connections through at least one director with political experience, and that 29% of the positions are occupied by board members with political connections. Of the sectors analyzed, public utilities is the one with the higher number of politically connected companies, and consequently, the highest number of directors with political experience. It was observed that the boards of directors present the following characteristics: a high number of managers, a low number of independent board members, which compromises the level of corporate governance, a strong emphasis on bureaucratic and procedural matters, and little influence on legislative processes, due to low representativeness of elected politicians. Statistical analysis of the data revealed that corporate political connections do bear an statistically significant relation to economic performance, and that the adoption of these corporate strategies also does not represent an increase in capital with financing operations.

Keywords: Boards of directions. Regulation. Regulatory Agency. Corporate Political Connections. Performance and leverage.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 – Modelo Balanceado de Governança Corporativa	30
Ilustração 2 – Relações entre as teorias e os atores em ambientes regulados	68
Ilustração 3 – Esquema geral da pesquisa	81

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Relações entre Principal e Agente	25
Quadro 2 - Perspectivas teóricas e principais pressupostos	34
Quadro 3 – Mecanismos de Governança Corporativa e suas Competências	36
Quadro 4 - Variáveis referentes às conexões dos Conselhos de Administração	74
Quadro 5 - Variáveis econômicas e financeiras	76
Quadro 6 - Variáveis dependentes, independentes e de controle.....	78
Quadro 7 – Relação entre objetivos específicos e sua forma de execução	82
Quadro 8 – Resultado da Análise do teste t.....	94

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Vagas de conselheiros das Empresas dos setores regulados	83
Tabela 2 – Empresas e conselheiros políticos por mandato presidencial	85
Tabela 3 – Distribuição por tipo de conselheiro nos setores regulados- Brasil 1999/2008	87
Tabela 4 – Conexões políticas dos conselheiros	89
Tabela 5 – Empresas e Conselheiros Conectados X mandatos presidenciais	90
Tabela 6 – Indicadores Econômicos X Diferença nas médias.....	91
Tabela 7 – Sumário da Comparação Estatística das Conectadas e Não Conectadas	92
Tabela 8 – Menores e Maiores - Relação com o Tamanho da Empresas.....	94
Tabela 9 - Coeficientes do modelo de regressão ROA (estágio1)	96
Tabela 10 - Coeficientes do modelo de regressão ROE (estágio 2)	97
Tabela 11 - Coeficientes do modelo de regressão ROS (estágio 3)	98
Tabela 12 - Coeficientes do modelo de regressão ALAVANCAGEM (estágio 4).....	99

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 TEMA E QUESTÃO DE PESQUISA	12
1.2 OBJETIVOS	15
1.2.1 Objetivo Geral	15
1.2.2 Objetivos Específicos	15
1.3 JUSTIFICATIVA	16
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO	22
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	23
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA	23
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA	28
2.2.1 Mecanismos da Governança Corporativa	34
2.2.2 O Conselho de Administração	36
2.3 ESTRATÉGIAS POLÍTICAS CORPORATIVAS	44
2.4 A REGULAÇÃO	53
2.4.1 Regulação Econômica	56
2.4.2 Agências reguladoras	63
2.4.3 Agências Reguladoras e Endividamento das Empresas	66
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	69
3.1 OPERACIONALIZAÇÃO DA PESQUISA	69
3.1.1 – Fonte dos dados	70
3.1.2 – Dados relativos ao Conselho de Administração	71
3.1.3 – Dados econômicos e financeiros	75
3.1.4 Caracterização operacional das variáveis dependentes e independentes	76
3.2 TRATAMENTO ESTATÍSTICO DOS DADOS	79
3.2.1 – Descrição dos dados	79
3.2.2 – Regressão múltipla	79
3.2.3 – Esquema geral da pesquisa	81
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	83
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS	83
4.2 ANÁLISES DE REGRESSÃO MÚLTIPLA	95
5 CONCLUSÕES	100

ANEXO A – AGÊNCIAS DE REGULAÇÃO FEDERAIS	120
ANEXO B- AGÊNCIAS DE REGULAÇÃO ESTADUAIS	121
ANEXO C – LISTAGEM DAS EMPRESAS.....	123

1 INTRODUÇÃO

No texto a seguir apresenta-se o tema e questão de pesquisa, objetivos gerais e específicos e os principais motivos que justificam a presente investigação. Adota-se como tema, a prática de governança corporativa aplicada pelos Conselhos de Administração de empresas reguladas de capital aberto do Brasil. Como questão de pesquisa será investigada a existência de conexões políticas nos Conselhos de Administração das empresas brasileiras reguladas e seus efeitos no desempenho econômico financeiro e na alavancagem.

1.1 TEMA E QUESTÃO DE PESQUISA

A Governança Corporativa é hoje um tema de grande destaque na literatura acadêmica e pauta de preocupações dos governos, legisladores, investidores, políticos e cidadãos. De acordo com Becht, Bolton e Röell (2005), existem, no mínimo, seis motivos para maior atenção das corporações sobre seus sistemas de governança: (i) a onda mundial de privatizações das duas últimas décadas; (ii) a reforma dos fundos de pensão e o aumento da poupança privada; (iii) o acentuado número de aquisições da década de 1980; (iv) a desregulamentação e a integração dos mercados de capitais; (v) a crise da Ásia Oriental de 1998, que pôs os holofotes sobre a Governança Corporativa em mercados emergentes; (vi) a série de escândalos recentes nos E.U.A. Como exemplo disso, cita-se o ocorrido no segundo semestre de 2008. Naquele ano, o mundo se viu às voltas de novos escândalos corporativos. Dessa vez, foram os bancos americanos que tomaram posições de alto risco, concedendo crédito de forma exagerada e constituindo carteiras sem garantias. Diferentemente da década de 90, quando empresas americanas forjaram resultados contábeis para segurar as cotações das ações no mercado que culminaram com alvoroços financeiros que lesaram muitos investidores, como os casos da Enro, WordCom, Parmalat, Tyco, Adhelpya, Global Crossing, Arthur Andersen etc. Esses escândalos são apontados como grandes falhas dos sistemas de Governança Corporativa, principalmente pela falta de controle e

acompanhamento dos Conselhos de Administração (AGUILERA, 2005; SILVEIRA, 2006; MARTINS, HILDEBRAND e ZIVIANI, 2008; MARTIN, 2009).

As falhas da governança exigem da sociedade, instituições, estados e organizações, esforços, na forma de relatórios, códigos de boas práticas e leis que objetivam aprimorar a Governança Corporativa, a tal ponto de se confirmar as previsões de que este século será o século da Governança Corporativa (TRICKER, 2000). É urgente o estabelecimento de mecanismos para melhorar as práticas, os resultados das empresas e a confiança dos investidores, e com isso, evitar que ocorram os graves desajustes provocados pelas falhas da governança das organizações, principalmente no curto prazo, como as perdas financeiras dos investidores, ou no longo prazo, como a fuga dos investidores, aumento do custo do capital e a redução de investimentos (SILVEIRA, 2006). Constatações de implicações sociais, advindas da falência de empresas, reforçam ainda mais a necessidade de melhorar a gestão e a forma de controlar os seus resultados. Para o acompanhamento, orientação e aconselhamento da gestão das empresas, a Governança Corporativa e órgãos legais, como Governos e instituições reguladoras do mercado acionário, recomendam adotar como principal instrumento, o Conselho de Administração (IBGC, 2009).

Historicamente, as atribuições dos Conselhos de Administração restringiam-se em referendar as decisões estabelecidas pelos gerentes e diretores executivos, e sua existência nas organizações justificava-se pela necessidade de atender a uma obrigação legal (MARTINS e RODRIGUES, 2005). Atualmente, os Conselhos de Administração são a referência central do sistema de Governança Corporativa (MARTINS e RODRIGUES, 2005; ANDRADE e ROSSETTI, 2007) e possuem funções definidas e exigidas pelos órgãos reguladores governamentais e de mercado. Segundo Helland e Sykuta (2003), o Conselho de Administração tem a função de acompanhar, orientar, punir e premiar. Tem poder de intervir em momentos de crise e admitir e demitir os executivos se for necessário (MACE, 1971; HERMALIN, 1988; WEISBACH, 1988; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009) ou, ainda, de se envolver na definição da direção estratégica da empresa, com um papel mais consultivo (DEMB e NEUBAUER, 1992; AGRAWAL e KNOEBER, 2000; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009; MARTIN, 2009).

Quando as empresas têm como ambiente de atuação mercados emergentes, como o BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China), elas se deparam com situações diferenciadas de controle dos mercados, e as relações empresa-governo-mercado podem motivar ou constranger suas estratégias. Fatores como a cultura nacional, o ambiente regulatório legal, as relações governo-empresa, o papel das instituições financeiras, o sistema de governança corporativo, tanto do país de origem como do país que acolhe a empresa multinacional, podem melhorar ou impedir os negócios (MILLAR *et al.*, 2005). Nesses países é forte a influência (SHAFFER, 1995) sobre o sistema de governo das empresas com características de alta concentração de propriedade, controle familiar das empresas, fraco desempenho dos Conselhos de Administração por seus membros estarem sob o comando da família proprietária, decorrentes de um sistema de Governança Corporativa com falhas. As principais falhas são a falta de transparência (*transparency*) e publicação (*disclosure*), a não participação do investidor institucional na governança das organizações e a ausência de instituições jurídicas fortes. Millar *et al.*, (2005) reafirmam que, apesar de que hoje a concorrência ser uma realidade global, os efeitos políticos, socioculturais e econômicos do mercado interno têm influências positivas ou negativas sobre as capacidades e vantagens competitivas das firmas.

A atuação em um ambiente regulado coloca a empresa no enfretamento de forças que podem limitar suas ações e acirrar a competição na indústria. Fatores como limitação de preços, disponibilização e/ou obstáculos no uso de subsídios, variação de tarifas, controle de entrada (STIGLER, 1971) e efeitos assimétricos entre produtores, consumidores e reguladores pressionam as empresas e assim, o ambiente se torna turbulento-articulado (MAHON e MURRAY, 1981). Neste ambiente existem mecanismos que organizam canais, processo, forças e informações sobre outras empresas do ambiente. Contexto esse que é permeado pela presença de “um elemento (órgão regulador) que alimenta a mudança e os benefícios de todos os outros elementos dentro desse sistema (outras empresas daquela indústria)” (MAHON e MURRAY, 1981, p.4). O ambiente turbulento-articulado pode acirrar a concorrência na indústria e exige das organizações estratégias para superá-las. Uma das estratégias que as empresas adotam é a aproximação do ambiente regulado por meio de conexões políticas, e assim, proteger os ativos de expropriação e dissipação (HELLAND e SYKUTA, 2003) e

aumentar o poder competitivo (SHAFFER, 1995). Com a utilização dessas estratégias políticas a empresa pode trocar informações privilegiadas, planejar a compra de influências, reduzir incertezas e os custos de transação (HILLMAN, ZARDKOOHI e BIERMAN, 1999; SPILLER e LIAO, 2006) como também criar ambientes favoráveis (BAYSINGER, 1984) para superar as barreiras de entrada, obter vantagens competitivas, fonte de lucro e financiamento na concepção, produção e comercialização de produtos (SHAFFER, 1995) e, finalmente, atingir melhor desempenho econômico-financeiro.

Essas ações podem levar a diferença para maior desempenho, ou seja, a adoção de estratégias políticas corporativas pelas empresas permite levantar a seguinte questão foco desta pesquisa: conexões políticas geram desempenho superior e crescimento na alavancagem nas firmas reguladas e listadas na Bolsa de Valores BM&FBOVESPA?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Para responder às questões de pesquisa o trabalho tem como objetivo geral: Analisar as conexões políticas das firmas reguladas no Brasil por meio dos membros do Conselho de Administração no período de 1999 a 2008, e os efeitos no desempenho econômico financeiro e na alavancagem.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar as empresas brasileiras de capital aberto reguladas e as características dos Conselhos de Administração;

- b) Analisar a formação dos Conselhos de Administração dessas empresas reguladas conforme suas características e experiências em cargos políticos;
- c) Comparar o desempenho econômico financeiro das empresas reguladas em função das conexões políticas dos conselheiros;
- d) Analisar a existência de relação entre conexões políticas corporativas e alavancagem.

1.3 JUSTIFICATIVA

A evolução do sistema capitalista gerou o crescimento econômico e o surgimento de grandes corporações. As empresas deixaram de ser familiares e o controle e fornecimento de capital deslocou-se do meio interno para o meio externo à organização, como consequência, ocorre a divisão da propriedade e da gestão (FAMA e JENSEN, 1983). No artigo *The Modern Corporation and Private Property*, Berle e Means (1932), pela primeira vez, apresentaram os benefícios e custos desta separação entre propriedade e gestão. Nessa então nova prática, a obtenção dos recursos de terceiros foi canalizada para a emissão de ações e permitiu a dispersão da propriedade nas organizações. Esse fato originou a separação entre a gestão e o controle das organizações. Como consequência, emergiram conflitos que foram denominados de problemas de agência (JENSEN e MACKLING, 1976; FAMA, 1980; WILLIAMSON, 1985; EISENHARDT, 1989; PUTTERMAN, 1996). Exemplos desses conflitos são as divergências entre o interesse dos proprietários e os agentes (administradores) e apropriação de recursos da empresa pelos administradores, na forma de vantagens e mordomias (JENSEN e MACKLING, 1976).

Esses conflitos precisam ser acompanhados, monitorados e mediados por um sistema de Governança Corporativa das empresas e, com isso, preservar a credibilidade institucional e a confiança dos investidores (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Para exercer a governança das corporações são definidas forças (ANDRADE e ROSSETTI, 2007) ou mecanismos de controle (JENSEN e MACKLING, 1976; GILLAN, 2006) que objetivam interferir na defesa dos proprietários, no monitoramento da gestão e na mediação dos problemas de agência (FAMA, 1980;

DEMB e NEUBAUER, 1992; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009). Um desses mecanismos de monitoramento é o Conselho de Administração, ele é institucionalizado como a referência central do sistema de Governança Corporativa (DEMB e NEUBAUER, 1992; ANDRADE e ROSSETTI, 2007).

A grande maioria dos estudos empíricos sobre os Conselhos de Administração são tradicionalmente relacionados com investigações que abordam as ligações entre estruturas dos conselhos (HERMALIN e WEISBACH, 1988; HARRIS e RAVIV, 2005), valor da firma (BEBCHUK e COHEN, 2005), escolhas de governança e decisões de financiamento, investimentos incluindo também, a venda de empresas (GILLAN, 2006; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009).

Os escândalos corporativos já citados no tema e questão de pesquisa ocorreram por falhas nos mecanismos de Governança Corporativa das organizações e do mercado. Como consequência dessas falhas, os grupos interessados (OCDE, IBGC, CVM) elaboraram códigos de boas práticas e o Estado, leis (*Sarborne-Oxley*) para regular as organizações e o mercado, a fim de proteger investidores e empresas. Inicialmente a ação regulatória incidiu sobre a atividade econômica e teve sua origem no Estado, posteriormente, ela foi ampliada para outras organizações com funções sociais e econômicas, seja pela concessão de serviços públicos ou pelo exercício de poder de polícia.

Nos EUA, a regulação surgiu da excessiva competição na indústria; já no Brasil, ela se originou da necessidade de suprir as falhas de mercado. Por isso, optou-se por dividir o mercado em setores de serviços públicos, devido à necessidade de se consolidar a natureza técnica e especialidades necessárias para superar as complexidades administrativas e tecnológicas (PECI, 2007). Para efeitos de coordenação e controle desses setores, o Brasil adota o modelo de Agência Reguladora. Segundo Peci (2007, p. 80), “a criação das Agências Reguladoras Brasileiras foi impulsionada pelas diretrizes do Banco Mundial, e a concepção dessas agências foi inspirada nas experiências internacionais, especialmente dos Estados Unidos”. A finalidade das Agências Reguladoras “é controlar os serviços públicos delegados, ordenar o seu funcionamento e perseguir a sua eficiência” (FADUL, 2007, p. 20).

A existência de uma estrutura regulatória em setores importantes da economia nacional como energia, comunicação e transporte, pode influenciar e impactar direta e indiretamente no desempenho das empresas e exigir a adoção de estratégias específicas para superá-las (HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002). Para superar os problemas causados pela regulação, como por exemplo, proteção tarifária, barreiras de entrada, proteção da propriedade intelectual e controle de preços, acredita-se que as empresas adotam estratégias políticas por meio de conexões políticas (HILLMAN, 2005; FACCIO, 2006; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2008; COOPER, GULEN e OVTCHINNIKOV, 2009). Outros autores denominam estas estratégias de estratégias não-mercantis (BAYSINGER, 1984; HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002; BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2008) ou Atividade Política Corporativa (*Corporate Political Activity – CPA*) (BAYSINGER, 1984; SHAFFER, 1995; HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002; HILLMAN, KEIM e SCHULER, 2004) e ainda estratégias políticas corporativas (BAYSINGER, 1984). Baysinger (1984) define estratégias políticas corporativas como as tentativas das empresas para moldar a política do governo de forma favorável à empresa. Entende-se como conexão política, a existência de relações entre empresas, políticos e o governo (HILLMAN, 2005; FACCIO, 2006). Para efeitos dessa pesquisa adotou-se o conceito de estratégias políticas corporativas (BAYSINGER, 1984) por considerar que o conselho também tem função estratégica (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009) e um conselheiro com experiência política desempenha principalmente ações de articulação estratégicas para o negócio e interesses da empresa.

No exterior existe um maior volume de literatura sobre o assunto. Cooper, Gulen e Ovtchinnikov (2009) classificam esses estudos de duas maneiras: (1) àqueles que analisam conexões explícitas, relacionadas à participação de um político no Conselho de Administração (HILLMAN, CANNELLA e PEATZOLD, 2000; AGRAWAL e KNOEBER, 2000; FISMAN, 2001; HELLAND e SYKUTA, 2003; HILLMAN, 2005; FACCIO, 2006; FACCIO, MASULIS e MCCONNELL, 2006; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2008) e (2) àqueles que analisam as conexões implícitas, definidas como a relação indireta por meio de contribuição em espécie para os cofres de um político (ROBERTS, 1990; ANSOLABEHERE, SNYDER e UEDA, 2004; JAYACHANDRAN, 2006; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2008; LEUZ e OBERHOLZER-GEE, 2006;

FISMAN, FISMAN, GALEF e KHURANA, 2006; COOPER, GULEN e OVTCHINNIKOV, 2009).

Já no levantamento da literatura existente sobre conexões políticas entre empresas, políticos, governo e mercado aberto ou regulado no Brasil, verificou-se que a literatura ainda é escassa. Destaca-se o trabalho de Bandeira-de-Mello e Marcon (2008) que analisam a relação entre o financiamento de campanha e o desempenho das empresas afiliadas em grupos ou independentes, com ligações políticas e sem ligações políticas nos governos de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002) e Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2006). Os autores concluem existir relação de desempenho entre as empresas que utilizam conexões políticas e as que não utilizam, tanto nos grupos empresarias, como nas empresas independentes.

Encontraram-se também estudos (SAMUELS, 2001, 2002) sobre as contribuições de campanha na política brasileira. Samuels (2001) aborda o impacto das doações de campanha sobre as eleições brasileiras. O trabalho deste autor conclui que existe uma preponderância de contribuições das empresas em relação aos indivíduos e que, os políticos de esquerda têm uma incapacidade relativa de levantar dinheiro para as campanhas. No outro estudo, Samuels (2002) analisa as razões que levam os deputados brasileiros a gastar elevadas somas em dinheiro em campanhas eleitorais. O autor conclui que os gastos dos deputados não objetivam apenas a compra de votos, mas também é uma forma deles ganhar mais dinheiro por meio da negociação de contratos entre governo e setores privados.

Considerando-se essa escassez de estudos no Brasil e a perspectiva de que as empresas adotam uma postura proativa (HILLMAN, KEIM e SCHULER, 2004) e explícita (COOPER, GULEN e OVTCHINNIKOV, 2009) quanto às estratégias políticas corporativas, este estudo investigou as conexões políticas existentes nos Conselhos de Administração das empresas reguladas brasileiras e compara o desempenho econômico financeiro e a sua variação na alavancagem.

As empresas adotam conexões políticas explícitas e implícitas a fim de se relacionar com o governo como estratégia para melhor conviver com as diretrizes governamentais e a regulação, e por considerá-las como as principais forças

externas que podem criar riscos e incertezas nas suas ações (MAHON e MURRAY, 1981; MARSH, 1998; SHAFFER, 1995; HILLMAN, ZARDKOOHI e BIERMAN, 1999; AGRAWAL e KNOEBER, 2000; HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002). A utilização de conselheiros com experiências políticas pode influenciar nos resultados das empresas devido à estreita relação das políticas públicas dos governos nos setores regulados e a atuação das empresas nesses setores (SALAMON e SEIGFRIED, 1977; SHAFFER, QUASNEY e GRIMM, 2000). Como consequência, é provável que essas influências interfiram nos resultados das empresas (KEIM e BAYSINGER, 1988; SHAFFER, 1995).

As investigações realizadas por Schuler (1996), Marsh (1998) e Hillman e Hitt (1999) comprovaram que políticas públicas e decisões governamentais afetam todos os aspectos de um negócio e podem comprometer significativamente os resultados finais das empresas. Agrawal e Knoeber (2000) e Holburn e Vanden Bergh (2002) corroboram com essa posição. Eles afirmam que a política pode ser um determinante importante para a rentabilidade da empresa. E asseguram que advogados e políticos com experiência ajudam as empresas com seus conhecimentos dos procedimentos governamentais e maior discernimento nas previsões desses processos e das ações dos governos. Os conselheiros políticos podem agir no sentido de sensibilizar o governo para atuar nos interesses das empresas ou preveni-las sobre ações hostis do governo. Segundo Agrawal e Knoeber (2000), em políticas comerciais e de energia são encontradas incidências positivas da relação entre conselheiros experientes politicamente e a função política desses conselheiros.

Na perspectiva empresarial, a aproximação com o governo é importante porque mudanças nas políticas comerciais afetam oportunidades para as vendas internacionais, do mesmo modo, podem alterar as prioridades militares, a defesa de produtores, as inovações nos correios e em outros setores regulados como alimentação, bebidas, transporte aéreo e produtos químicos (AGRAWAL e KNOEBER, 2000; HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002). Hillman (2005) afirma que a incorporação de políticos nos Conselhos de Administração pode fornecer às empresas os seguintes benefícios: (a) informações exclusivas sobre as políticas públicas; (b) disponibilidade de um canal de comunicação ou acesso aos políticos,

governantes e burocratas e outros decisores para alinhar interesses; (c) possibilidade de acesso a quem elabora normas que podem influenciar as decisões políticas; (d) legitimidade. Esses benefícios podem melhorar o desempenho econômico da empresa.

Todos os mecanismos de governança precisam estar alinhados à finalidade da organização para que o processo organizacional resulte no melhor resultado possível. O desempenho econômico da empresa pode ser afetado pelas estratégias adotadas, bem como a regulação e a política governamental podem afetar o tamanho e a rentabilidade dos mercados (SALAMON e SEIGFRIED, 1977; AGRAWAL e KNOEBER, 2000; HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002).

Os estudos de Agrawal e Knoeber (2000), Helland e Sykuta (2003) e Hillman (2005) têm relação direta com esta pesquisa. Nesses estudos, os autores abordam a participação de conselheiros com experiência política no sistema de governança das empresas reguladas de setores da economia e, se esta relação gerou maiores vendas, concorrência e desempenho financeiro, respectivamente. Da mesma forma, com este trabalho pretende-se comprovar com as empresas brasileiras, os mesmos resultados encontrados por eles. Acredita-se que a presente pesquisa pode trazer indicativos para confirmar e ampliar os instrumentos da governança no setor pesquisado e talvez assim, melhorar a gestão e os resultados das empresas e ainda servir de prova da importância da relação empresa-governo na função social e econômica.

Pretende-se com esta pesquisa, mediante estudo quantitativo e hipotético dedutivo, contribuir com as empresas, por meio da verificação da utilidade estratégica e econômica do uso de conselheiros com experiência política nos Conselhos de Administração e, se esta prática pode afetar o desempenho econômico financeiro das empresas. Como base conceitual, utiliza-se a Teoria da Agência (JENSEN e MACKLING, 1976; FAMA, 1980) para analisar o conselho como um mecanismo independente da Governança Corporativa (FAMA, 1980; GILLAN, 2006; ANDRADE e ROSSETTI, 2007) e responsável por definir as estratégias, o acompanhamento, o controle das organizações e o alinhamento de interesses entre acionistas e agentes

(FAMA, 1980; DEMB e NEUBAUER, 1992; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009).

Da mesma forma que ocorre uma relação de agência quando o principal (acionista) delega para o agente (executivos) a autoridade de decisão, numa relação entre eleitores e eleitos, existe uma relação implícita de agência porque o principal (eleitor) delega ao agente (político) a função de representá-lo. Também a noção de representatividade por meio de um sistema de governo sugere uma relação de agência, porque os representantes do governo são agentes da cidadania, agindo em nome do eleitor para fazer e executar políticas públicas (LORD, 2000). Assim, essa pesquisa contribui com outros estudos (AGRAWAL e KNOEBER, 2000; HELLAND e SYKUTA, 2003; HILLMAN, 2005) ao analisar as conexões políticas das firmas reguladas no Brasil, por meio dos membros do Conselho de Administração, no período de 1999 a 2008, e os efeitos no desempenho econômico financeiro e na alavancagem.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho é composto por cinco capítulos: o capítulo um (introdução), discorre sobre o tema e a justificativa da pesquisa, as questões e os objetivos. No capítulo dois desenvolveu-se o resgate da teoria, com levantamento e estudo do estado da arte da Teoria da Agência, Governança Corporativa, Conselhos de Administração, regulação econômica, agências de regulação e estratégias políticas corporativas. Nesse capítulo também se formulou as hipóteses. No capítulo três são detalhados os aspectos metodológicos, a descrição da operacionalização da coleta e tratamento dos dados. No quarto capítulo analisam-se os dados coletados com a discussão dos resultados à luz da teoria apresentada, segundo as questões de pesquisa e as hipóteses. No último capítulo são apresentadas as considerações finais com as conclusões, limitações da pesquisa e recomendações para trabalhos futuros.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo aborda os temas que direcionam a investigação. Por meio da Teoria da Agência busca-se esclarecer o problema da separação entre propriedade e gestão das atuais estruturas e processos das organizações. A Governança Corporativa se utiliza de uma estrutura de monitoramento e controle para mediar às relações entre agentes e proprietários. Neste contexto, aborda-se o Conselho de Administração. Por meio dele o mercado acionário e os órgãos reguladores legitimam as relações e ações das corporações. Com a regulação, o Estado intervém na economia, ao regular a concessão de serviços e o mercado a fim de corrigir suas falhas ou perseguir sua eficiência, nisso, as organizações reagem com estratégias políticas corporativas para diminuir os riscos, incertezas, encargos e taxas aplicadas pelo ambiente regulado, bem como suas relações com o desempenho econômico financeiro e o crescimento da alavancagem.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

As bases conceituais da Governança Corporativa foram constituídas a partir da separação da propriedade e do controle; das divergências de interesses entre proprietários e gestores; e da inadequação das concepções tradicionais sobre o controle das sociedades abertas e a maximização dos lucros (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Nessas situações, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, os interesses do gestor nem sempre estarão alinhados com os do proprietário, em decorrência disso, ocorre um conflito de agência ou conflito agente-principal (JENSEN e MECKLING, 1976). Essa relação conflituosa entre os proprietários e os gerentes das empresas é também conhecida como o problema de agência (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; WILLIAMSON, 1985; EISENHARDT, 1989; PUTTERMAN, 1996). O problema de agência ocorre quando os gestores buscam a maximização da sua utilidade pessoal em detrimento daquela dos acionistas. Dessa abordagem, resultou a Teoria da Agência (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA e

JENSEN, 1983), que se preocupa em resolver dois problemas que podem ocorrer nos relacionamentos de agência: quando os desejos ou metas entre o principal e o agente são diferentes e quando é difícil ou caro para o principal verificar quais atividades o agente está desenvolvendo (EISENHARDT, 1989). As empresas podem ter seus próprios interesses estratégicos para alcançar um desempenho superior. Contudo, o poder de decisão encontra-se alocado nas mãos dos gestores (agentes), os quais são contratados pelos acionistas (principais) por meio dos Conselhos de Administração, cuja finalidade principal é a de representar os proprietários perante os executivos (JENSEN e MECKLING, 1976).

Segundo Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência é um contrato sob o qual um, ou mais indivíduos (principal) encarregam outro indivíduo (agente) a realizar serviços por sua conta, o que envolve algum tipo de delegação de poder de autoridade decisória ao agente. Se ambas as partes na relação comportam-se como maximizadoras de sua utilidade, então, na medida em que essas utilidades não são coincidentes, existem razões para se acreditar que o agente nem sempre vai agir no melhor interesse do principal. Numa relação entre um principal e seu agente, o primeiro espera que o segundo desenvolva esforços ao nível ótimo para a maximização da utilidade do primeiro, mas esse nível de esforço pode não integrar o interesse do agente. Entretanto, a relação entre o principal e o agente não se restringe apenas aos proprietários e administradores, como pode ser visualizado no quadro 1.

Assim, na relação principal-agente, seja ela entre gerente/empregado, acionista/executivo ou doador/executivo, o principal procura implementar uma estrutura de monitoramento e incentivo com o objetivo de alinhar os interesses do agente aos seus interesses (MACHADO FILHO *et al.*, 2006). Nesse entendimento, serão fatores preponderantes para o melhor desempenho econômico por parte da empresa e da minimização dos problemas de agência, segundo Jensen e Meckling (1976): (a) a competência técnica dos executivos escolhidos para orientar as atividades da empresa; (b) o alinhamento de interesses dos executivos com os interesses corporativos; (c) a adequação da estrutura de Governança Corporativa para a condução da relação entre o principal (acionista) e o agente (gestor).

Relações Principal – Agente	O que o Principal espera do Agente?
Acionistas – Gerentes	Gerentes maximizem a riqueza do Acionista (ou o valor das ações).
Debenturistas – Gerentes	Gerentes maximizem o retorno do Debenturista.
Credores – Gerentes	Gerentes assegurem o cumprimento dos contratos de financiamento.
Clientes – Gerentes	Gerentes assegurem a entrega de produtos de valor para o Cliente. Qualidade (maior), Tempo (menor), Serviço (maior) e Custo (menor).
Governo – Gerentes	Gerentes assegurem o cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da Empresa.
Comunidade – Gerentes	Gerentes assegurem a preservação dos interesses comunitários, cultura, valores, meio ambiente, e etc.
Acionistas – Auditores Externos	Auditores Externos atestem a validade das demonstrações contábeis (foco na rentabilidade e na eficiência).
Credores – Auditores Externos	Auditores Externos atestem a validade das demonstrações contábeis (foco na liquidez e no endividamento).
Gerentes – Auditores Internos	Auditores Internos avaliem as operações na ótica de sua eficiência e eficácia, e apresentem recomendações que agreguem valor.
Gerentes – Empregados	Empregados trabalhem para os gerentes com o melhor de seus esforços, atendendo às expectativas destes.
Gerentes – Fornecedores	Fornecedores suprem as necessidades de materiais dos gerentes no momento necessário e nas quantidades requisitadas.

Quadro 1 - Relações entre Principal e Agente

Fonte: Martinez (1998, p. 2)

A Teoria da Agência tem como objeto relações econômicas frequentes no sistema econômico, que formam o relacionamento entre indivíduos (agente e principal), com base em três condições necessárias, de acordo com Siffert Filho (1998):

- a) O agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;
- b) A ação dos agentes/administradores afeta não apenas o seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também o do principal/acionista (valorização das ações, dividendos);
- c) As ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria de informação entre as partes.

Para Milgrom e Roberts (1992), a assimetria de informação ocorre nas relações contratuais nas quais um agente possui uma informação que o outro desconhece e, para obtê-la, despenderá de algum custo. Nesse caso, existe uma imperfeição denominada de assimetria de informação. 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 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.

O problema de agência fundamenta-se principalmente na assimetria de informação (EISENHARDT, 1989; MILGROM e ROBERTS, 1992; SIFFERT FILHO, 1998). Para Arrow (1985), a relação entre principal e agente gera dois problemas: a informação oculta e a ação oculta. A informação oculta é resultado de observações utilizadas pelo agente para a tomada de decisão, que o principal não tem como verificar se o agente utilizou as informações da melhor maneira possível. Já a ação oculta relaciona-se ao esforço feito pelo agente na realização das ações, que o principal não tem como identificar o nível real desse esforço no sentido de verificar o alcance de seus interesses (SEGATTO-MENDES e ROCHA, 2002).

Com o intuito de diminuir a incidência dessas divergências, e para que o principal incentive o agente a seguir seus interesses, se estabelecem uma gama de incentivos contratuais (WILLIAMSON, 1985; PUTTERMAN, 1996; ESTRIN, 1998) com cláusulas que definem a remuneração da direção executiva e o alinhamento de interesses entre acionistas e gestores (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Em contrapartida, esses incentivos acarretam custos aos acionistas, que são os custos da agência, os quais, segundo Jensen e Meckling (1976) e Jensen (2001), incidem no somatório de tais fatores:

- a) Despesas de monitoramento das atividades dos gestores pelos acionistas;
- b) Custos de elaboração e estruturação de contratos entre gestores e acionistas;

- c) Gastos propostos pelos gestores, com o intuito de provar aos acionistas a transparência da sua gestão – podem ser chamados também de custos de *bonding*, que significa comprometimento por parte do agente, em não adotar medidas prejudiciais aos interesses do principal, ou oferecimento de garantias de ressarcimento do principal se tais medidas forem adotadas;
- d) Perdas residuais, decorrentes das divergências entre as decisões dos gestores e aquelas que iriam maximizar o capital dos acionistas;
- e) Remuneração ou premiação dada na forma de participação acionária aos gestores.

Para esclarecer a relação entre o principal e o agente, Eisenhardt (1989) cita duas correntes dentro da Teoria da Agência: a positivista e a principal-agente. Enquanto a corrente positivista preocupa-se em identificar vários contratos alternativos, a corrente principal-agente indica qual contrato é mais eficiente sobre uma variedade de incertezas quanto aos resultados, aversão ao risco e informação. Segundo a autora, o foco desta última está em determinar um contrato ótimo entre o principal e o agente. Em contrapartida, Andrade e Rossetti (2007) relatam a existência do axioma de Klein (1983), que aponta ser uma das razões do problema de agência, a não existência de contratos perfeitos e completos, principalmente por ocorrer no ambiente empresarial um grande número de contingências possíveis, múltiplas reações a essas contingências e a crescente frequência com que elas ocorrem. De tal forma que o entendimento sobre Governança Corporativa passa pela compreensão de como acontece e como se resolve o problema de agência nas empresas, bem como quais mecanismos podem ser empregados para abrandar o problema (JENSEN e MECKLING, 1976).

É com base nesse contexto 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 essa necessidade de medidas ou mecanismos de controle (GILLAN, 2006; ANDRADE e ROSSETTI, 2007) fez surgir a Governança Corporativa como proposta moderadora das relações de agência (BADULESCU e BADULESCU, 2008).

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

As bases conceituais da governança tiveram origem nos estudos de Berle e Means (1932) quando relatam o fenômeno da separação entre propriedade e gestão, resultado de um processo histórico evolutivo das corporações, desenvolvido durante o século passado e mais fortemente nos dias atuais, principalmente devido ao movimento de internacionalização da estrutura de propriedade das organizações, à dispersão do número de acionistas, à pulverização da propriedade e à ocorrência de maior rotatividade da propriedade acionária com a negociação das ações nas bolsas de valores (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Silveira (2006) aponta como fatores determinantes do fortalecimento e da necessidade da Governança Corporativa, o ativismo dos investidores institucionais, representados pelos fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro, que perceberam a existência de abuso de poder por parte dos administradores e fortes indícios de expropriação de riqueza e domínio dos Conselhos de Administração (SILVEIRA, 2006).

Atualmente, a propriedade das empresas está distribuída no mercado mundial, fruto do avanço tecnológico, do crescimento demográfico e econômico, da geração de riqueza, pelo surgimento de uma classe média que aumentou seu poder de poupança, e, do mesmo modo, pela evolução do mercado de capitais, da expansão do crédito, da proliferação de pequenas empresas, da transnacionalização das companhias e pelo aumento da participação dos governos na disponibilização de recursos para investimentos na infraestrutura (ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Esses fatores, aliados ao aumento da concorrência, pressionam as empresas para a adoção de sistemas profissionais de gestão que possam dar suporte ao crescimento das organizações e se adaptem às mudanças causadas pelas novas relações, advindas dos novos proprietários e de diferentes necessidades de controle.

O termo *corporate governance* deriva de uma analogia do governo de cidades, estados e nações com o governo das corporações. Segundo Vidigal (2000), *governance* teria origem no verbo latino *gubernare*, que significa governar, ou seja, seria o sistema pelo qual os acionistas "tomariam conta" de uma empresa (*corporation*). A Governança Corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são

dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos, direitos e responsabilidades entre Conselhos de Administração, Acionistas/Cotistas, Diretoria, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e os *Stakeholders* (sindicatos, associações, empregados e demais grupos) que possam participar da gestão da empresa e na definição dos objetivos, instrumentos e mecanismos de acompanhamento do desempenho da empresa (IBGC, 2009; OCDE, 2007). O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) define Governança Corporativa como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, o que envolve os relacionamentos entre acionistas/cotistas, Conselho de Administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. Outra maneira de perceber a definição de Governança Corporativa é dada por Gillan (2006). Ele chama a atenção para o fato que a definição de Governança Corporativa é diferente, dependendo da forma de vê-la e do país. Como, por exemplo, pode-se analisá-la sob uma perspectiva mais ampla, onde a governança é como o conjunto complexo de restrições que moldam a negociação *ex post* sobre as quase rendas geradas pela empresa (ZINGALES, 1998a). Já Shleifer e Vishny (1997) definem Governança Corporativa como a maneira que os fornecedores de financiamento às empresas, asseguram-se para obter um retorno sobre seu investimento. Igualmente, numa perspectiva mais ampla, Gillan e Starks (1998) conceituam Governança Corporativa como um sistema de leis, normas e fatores que controlam as operações de uma empresa.

Quando se considera as definições apresentadas, percebe-se que a governança se relaciona com o ambiente organizacional e suas implicações internas e externas, conforme definido em Gillan (2006) e representado na ilustração 1.



Ilustração 1 – Modelo Balanceado de Governança Corporativa
Fonte: Gillan (2006)

Essas relações e funções da Governança Corporativa são objeto de verificação de mecanismos de controle, principalmente quanto à aderência às leis, marcos regulatórios e condições operacionais instituídas, como, por exemplo, os códigos de boas práticas. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital, contribuir para a sua perenidade e harmonizar os conflitos de agência (ANDRADE e ROSSETTI, 2007; IBGC, 2009). Entretanto, mesmo que a denominação Governança Corporativa tenha surgido originalmente do inglês *corporate governance* e refira-se especificamente aos arranjos institucionais que regem as relações entre acionistas (ou outros grupos) e as administrações das empresas (DAVIS e THOMPSON, 1994; LETHBRIDGE, 1997), a sua proposta central é disciplinar os papéis e responsabilidades entre proprietários – denominação extensiva também aos financiadores e demais investidores – e os gestores da empresa. Por intermédio de uma estrutura de poder é que as práticas e processo da governança se articulam e interagem para inspirar “as políticas, os processos, e as práticas das unidades de negócio e das de serviços corporativos compartilhados” (ANDRADE e ROSSETTI, 2007, p. 253).

De acordo com esta perspectiva, Silva (2006) relaciona como marco regulatório da boa Governança Corporativa mundial os seguintes aspectos: nos anos 1970, nos

Estados Unidos, a criação do *National Association of Corporate Directors* (NACD); em 1992, na Inglaterra, a apresentação do primeiro código das melhores práticas para as corporações britânicas, o conhecido *Cadbury Report*, que validou e revisou suas recomendações pioneiras com os relatórios: Greenbury, de 1995; Hampel, de 1998; Turnbull, de 1999 e Higgs, de 2003; em 1996 é lançado o código de melhores práticas da NACD Report; em 1999 a *Organization for Economic Co-operation on Development* (OCDE), organização que congrega 29 países industrializados mais desenvolvidos no mundo e elabora os princípios da Governança Corporativa; em 2002, é criada a Lei Sarbarnes-Oxley com o objetivo de melhorar a qualidade da disponibilização das informações contábeis das empresas para os acionistas.

Ainda segundo Silva (2006), no Brasil, os mecanismos de proteção aos investidores e a regulação das organizações e mercados têm início em 1976 com a instituição da primeira Lei das Sociedades Anônimas e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em 1996 é criado o Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração (IBCA) que deu origem ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Em 1997, a Lei nº 9.457/97 preserva as responsabilidades do Conselho de Administração e aumenta o poder de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em 2000, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA) cria os níveis diferenciados de Governança Corporativa. Em 2001 é aprovada a Lei nº 10.303/01 que revisa a Lei da S.A. e confirma a importância da Governança Corporativa.

Apesar de a Governança Corporativa surgir devido aos problemas ocasionados pela separação entre propriedade e gestão (BERLE e MEANS, 1932), próprios das organizações privadas com fins lucrativos, ela é aplicada em um amplo conjunto de organizações, inclusive em organizações sem fins lucrativos. Nesse caso, não existe a figura do acionista; contudo, mesmo assim é primordial garantir que gestores dessas organizações estejam agindo de acordo com os objetivos destas, e não em função de seus próprios interesses (DUCA, 1996; MALENFANT, 1999; MIDDLETON, 1987).

Independentemente do tipo de organização, os bons resultados da Governança Corporativa dependem principalmente da transparência nas informações

(*Disclosure*), da organização das atividades bem definidas e em conformidade com a legislação (*Compliance*), prestação de contas (*Accountability*) e intenção e empenho dos administradores em atingir os resultados esperados pelos proprietários (*Fairness*) (IBGC, 2009; ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Apesar da definição desses princípios que regem a boa governança, Jensen e Meckling (1976) e, posteriormente, Brigham e Weston (2000) destacam que nem sempre os interesses dos proprietários e administradores são convergentes, ou seja, há conflitos de interesses em potencial entre os principais (acionistas externos) e o agente (gerente) ou entre os acionistas e os credores. Então, pode-se afirmar que esses conflitos de interesses podem ser caracterizados como um problema que envolve um agente (CEO)¹ e várias entidades – os acionistas, credores, fornecedores, clientes, funcionários e outros atores com quem o presidente do conselho se envolve em negócios em nome da corporação. Essa relação entre agentes e entidades foi definida por Jensen e Meckling (1976) como um nexo de relações de contratação. Já, Becht, Bolton e Röell (2005) classificam essa relação como regras de Governança Corporativa. Elas podem ser vistas como o resultado do processo de contratação entre os vários principais e o CEO. São exigidas por bolsas de valores, legisladores, tribunais ou pelas autoridades de supervisão e são necessárias por duas razões principais: primeiro, porque permitem superar o problema da ação coletiva resultante da dispersão entre os acionistas e, segundo, para assegurar que os interesses de todos os acionistas sejam representados.

O problema da ação coletiva entre os acionistas pode ser atenuado, segundo Becht, Bolton e Röell (2005), se: (i) ocorrer a eleição de um conselho de diretores que representam os interesses dos acionistas e no qual o CEO passa a responder; (ii) quando houver a necessidade de levantar, ocupar ou substituir, por disputa lançada, alguém que ataque a organização ou concentra temporariamente o direito de voto (e/ou de propriedade), o poder de resolver as crises, tomar decisões importantes ou remover gerentes ineficientes; (iii) estar contínua e ativamente vigilante para prever a entrada de grandes investidores, que poderia ser um rico investidor ou um intermediário financeiro, como um banco, uma companhia ou um fundo de pensão; (iv) alinhar os interesses dos investidores e dos executivos mediante contratos de remuneração; (v) definir claramente as obrigações fiduciárias para os CEOs e as

¹ Executivo principal da empresa. Do inglês *Chief Executive Officer*.

ameaças de ações coletivas que possam bloquear as decisões que vão de encontro aos interesses dos investidores, ou pedir uma indenização por ações passadas que têm prejudicado os seus interesses.

Essas dificuldades são inerentes ao ambiente organizacional com implicações em suas interações, estruturas, objetivos e formas de poder. Desse modo, mereceram destaque teórico por parte dos pesquisadores, o que redundou em diferentes formas de abordagens. Andrade e Rossetti (2007) enfatizam a existência de duas abordagens da legitimidade dos interesses pelos objetivos da empresa. Uma leva em conta os interesses dos acionistas na maximização do retorno aos proprietários, e a outra abordagem fundamenta-se na legitimidade dos interesses dos demais atores (*stakeholders*) que atuam como suporte ao desenvolvimento sustentável da empresa. Já Cornforth (2003) defende uma classificação mais ampla com a existência de seis perspectivas teóricas que tratam do conceito de Governança Corporativa e a relação com os Conselhos de Administração, conforme quadro 2:

Perspectiva Teórica	Principais pressupostos e a atuação do Conselho de Administração
Teoria da Agência (<i>Agency Theory</i>)	Proprietários (ou acionistas) e administradores têm interesses diferentes. Governança é um conjunto de práticas que o Conselho de Administração acompanha para garantir o controle dos atos dos gestores diante dos interesses dos acionistas. O papel do Conselho de Administração tem ênfase em ações de controle e rigor na transparência na prestação de contas por parte dos gestores (<i>accountability</i>). Alguns estudos tratam da importância do conselho na definição de políticas de remuneração dos administradores. (LE JOLY e MOINGEON, 2001).
Teoria das Parcerias (<i>Stewardship Theory</i>)	Acionistas e administradores são vistos como parceiros, com interesses que se harmonizam. A governança tem natureza estratégica com ênfase em ações de incremento do desempenho organizacional. O Conselho de Administração deve assegurar a conformidade entre os interesses de ambos, acionistas e administradores, e agir positivamente para incremento dos resultados da organização.
Teoria da Dependência de Recursos	As organizações dependem fortemente da relação com o ambiente externo para sobreviver. Governança é um conjunto de práticas para desenvolver a relação com o ambiente externo, para se conseguir todos os recursos e informações necessários e assegurar a sobrevivência da organização. O Conselho de Administração é composto por membros tanto da organização, quanto do ambiente externo. Seu papel é ampliar as fronteiras e criar ligações relevantes com o meio externo, sendo crucial considerar a capacidade de cada membro em trazer para a organização uma rede relevante de conhecimentos (MIDDLETON, 1987).

<p>Perspectiva Democrática</p>	<p>Ideias chave incluem: eleições diretas, cada indivíduo detém um voto, pluralismo de ideias, transparência de ações para o eleitorado, separação entre eleitos para funções legislativas e executivas. Governança é o ato de estabelecer práticas que representam os interesses de um ou mais grupos que constituem a organização e aos quais ela se dispõe a atender. O conselho é a instância máxima de representação dos diversos grupos e interesse. Seu papel é escolher ou resolver entre as possibilidades de ação e definir políticas para levá-las a cabo.</p>
<p>Teoria dos Stakeholders</p>	<p>O conceito central é que organizações atendem ao interesse de vários grupos na sociedade e não apenas ao interesse de acionistas ou proprietários. Governança é um composto de práticas para que a organização responda aos interesses de múltiplos <i>stakeholders</i> e não de apenas um grupo. O Conselho de Administração deve ser composto pela maior diversidade possível e contemplar o máximo de parceiros relevantes para a organização.</p>
<p>Teoria da Hegemonia Gerencial</p>	<p>Ainda que os acionistas detenham legalmente a propriedade da organização, são os administradores que exercem efetivamente o controle. O Conselho de Administração tem, efetivamente, um papel simbólico, pois são os administradores que conhecem de fato as características do negócio (MACE, 1971).</p>

Quadro 2 - Perspectivas teóricas e principais pressupostos

Fonte: Adaptado de Cornfort (2003, p. 7-11)

Os fundamentos definidos no quadro 2 permitiram uma maior compreensão do ambiente organizacional, das funções da Governança Corporativa, permitiram também, avançar no sentido de se definir e estabelecer a forma de controle do mundo corporativo, ou seja, os mecanismos da Governança Corporativa.

2.2.1 Mecanismos da Governança Corporativa

Para exercer o controle sobre a empresa e, conseqüentemente, monitorar os problemas de agência, os proprietários utilizam-se de mecanismos de controle ou meios de monitoramento e atividades de controle (JENSEN e MECKLING, 1976). Esses mecanismos são classificados em mecanismos internos e externos (GILLAN, 2006; ANDRADE e ROSSETTI, 2007). Como mecanismos internos têm-se: os Conselhos de Administração, a concentração acionária, modelos de remuneração de administradores, monitoramento compartilhado e estruturas multidivisionais de negócio. O controle externo pode ser exercido pela definição de mecanismos

regulatórios, padrões de exigência contábil, mercado de capitais, mercados competitivos, investidores institucionais, ativismo de acionistas e atuação de fundos de capital privado (*private equity*) (ANDRADE e ROSSETTI, 2007).

Outra maneira de classificar os mecanismos internos e externos de governança é a apresentada por Gillan (2006). O autor divide os mecanismos internos de governança em: (1) Conselho de Administração (papel, estrutura e incentivos); (2) Incentivos gerenciais; (3) Estrutura de capital; (4) Regulamento ou estatuto de fundação (medidas antiaquisição) e (5) Sistemas de controle interno. Quanto aos mecanismos de controle externo, o autor os classifica em: (1) Lei e regulamentos, especificamente lei federal, lei estadual e autorregulação das organizações; (2) Mercados 1, incluem os mercados de capitais, o mercado controlado pela corporação, o mercado de trabalho e o mercado produtivo; (3) Mercados 2, ênfase nos prestadores de informações para o mercado de capitais, como os sistemas de crédito, capital de terceiros e analistas da governança; (4) Mercado 3, composto pelos serviços financeiros, contabilidade e jurídicos externos às empresas, incluindo auditoria dos diretores e funcionários, consultorias e seguros e (5) As fontes privadas de supervisão externa, como a mídia e queixas de bar. Para Jensen e Meckling (1976), os mecanismos de controle servem para identificar com mais precisão os interesses dos administradores e dos investidores externos, ou seja, os acionistas.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa criou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Nele são definidas as competências dos mecanismos da Governança Corporativa, conforme quadro 3.

Mecanismos	Competências
Conselho de Administração	Representar a propriedade. Definição das estratégias. Eleger e destituir o executivo principal. Aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos sob proposta do executivo principal (CEO). O acompanhamento da gestão. O monitoramento dos riscos. Fiscalizar a gestão dos diretores. Indicar e substituir os auditores independentes.
CEO – Executivo Principal/ Diretoria	Responsável pela execução das diretrizes propostas pelo Conselho de Administração. Prestar informações para os proprietários e para todas as partes relacionadas.

Conselho Fiscal	Fiscalizar as atividades do Conselho de Administração. Responder aos proprietários.
Auditoria	Avaliar os controles internos e procedimentos internos da empresa. Verificar as demonstrações contábeis com objetivo de auditá-las, compará-las à realidade da empresa. Opinar sobre as demonstrações contábeis.

Quadro 3 – Mecanismos de Governança Corporativa e suas Competências
Fonte: IBGC (2009)

Um forte mecanismo de controle que a Governança Corporativa utiliza para moderar os problemas de agência nas organizações é o Conselho de Administração que, segundo Fama (1980), tem o papel de prover formas de reordenação ou recolocação e monitoramento dos executivos em nome dos acionistas. Os agentes são contratados pelos acionistas (principal) por meio dos Conselhos de Administração, cuja finalidade principal é a defesa dos proprietários e o controle dos problemas de agência (JENSEN e MACKLING, 1976; FAMA, 1980; EISENHARDT, 1989; DEMB e NEUBAUER, 1992; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009).

2.2.2 O Conselho de Administração

A principal tarefa de um Conselho de Administração é “assegurar a existência continuada da empresa, contemplando os interesses de todos os *stakeholders* relevantes, com integridade” (MARTIN, 2009, p. 41). Por existir diferentes empresas em diferentes 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 pode assumir funções de 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 autoavaliação (MARTIN, 2009). Mace (1971), Demb e Neubauer, (1992), Agrawal e Knoeber (2000), Helland e Sykuta (2003), Martins e Rodrigues (2005), Gillan (2006), Silveira (2006), Bhagat e Bolton (2008), Adams, Hermalin e Weisbach (2009) foram autores que também investigaram as funções dos conselhos.

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. Para Bhagat e Bolton (2008, p. 258), “os Conselhos de Administração têm o poder de fazer ou, pelo menos, ratificar, todas as decisões importantes, incluindo decisões sobre a política de investimentos, política de compensação de gestores e sua própria governança e gestão”. Em estudo recente, Adams, Hermalin e Weisbach (2009) realizaram levantamento descritivo dos estudos sobre o papel dos Conselhos de Administração. Nesse levantamento os autores encontram estudos que afirmam serem funções do Conselho de Administração das organizações: ser fonte de assessoria e aconselhamento; auxiliar na definição da direção estratégica da empresa; tomar decisão de contratação, demissão e avaliação dos principais executivos; avaliar e selecionar projetos e avaliar e selecionar o CEO da empresa. Mediante análise abrangente das práticas e pesquisas teóricas e empíricas desenvolvidas pelo mundo, Martin (2009) propõe um modelo integrado de Governança Corporativa baseado no princípio de atuação do Conselho de Administração sob quatro dimensões: a situacional, a estratégica, o gerenciamento integrado e o controle (CIES invertido). Na dimensão situacional, o autor defende a diferenciação do contexto interno e externo à organização. No contexto externo, é preciso atentar para as implicações normativas, legais e diferenças de cultura dos países, da indústria (segmento) e das organizações. No contexto interno à empresa, o estágio de desenvolvimento, a estrutura de propriedade e a geração de poder de cada organização têm implicações na atuação do conselho, refletindo no tamanho, na complexidade, no grau de internacionalização e em suas pretensões.

Na dimensão estratégica, o autor identifica quatro fatores centrais para uma atuação estratégica do Conselho de Administração: Seleção de equipe exemplar de

conselheiros voltada ao atendimento de todos os *stakeholders*, atuação em Redes, estrutura e processos simples, e implementação e avaliação de medidas orientadas aos *stakeholders*. Na terceira dimensão, o conselho deve integrar o recrutamento, a avaliação, a remuneração, o *feedback* e o desenvolvimento dirigido dos conselheiros e da alta gestão. Nesta dimensão, o autor defende a utilização de um comitê de gestão do Conselho de Administração integrado às ações de gerenciamento.

Finalmente na última dimensão, o conselho deve adotar comitê integrado de auditoria e gerenciamento de risco para supervisionar: o sistema de controle interno, o profissionalismo dos conselheiros e executivos, a integridade e a independência da auditoria externa, como também, analisar criteriosamente os relatórios e primar pelo controle de risco. Nesta dimensão, o Conselho deve assegurar uma comunicação efetiva entre comitês, auditores, administração (CEO e CFO²) e profissionais de gerenciamento de risco. Dentro da dimensão controle, está a função de avaliação e autoavaliação do Conselho de Administração que, segundo o autor, é a função de maior valor. Dependendo do contexto, indivíduos ou grupos e alta gestão podem ser envolvidos em um processo de *feedback* de 360º em que o conselho pode sofrer avaliação por vários canais como: mídia, acadêmicos, acionistas, alta gestão e pela própria autoavaliação.

Se por um lado as funções determinam os papéis exercidos pelo conselho, o exercício dessas funções requer atribuições específicas que contribuirão para o desempenho da firma; são elas: sua composição, suas características, sua estrutura e seus processos de atuação (ZAHRA e PEARCE II, 1989; PEARCE II e ZAHRA, 1992). A composição está relacionada ao tamanho dos conselhos (LINCK; NETTERA e YANG, 2007) e aos tipos de conselheiros (HERMALIN e WEISBACH, 1988 e 1991; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009; MARTIN, 2009). O tamanho está relacionado ao número de conselheiros que o compõe, grandes ou pequenos, e os tipos, à origem dos conselheiros, se internos à organização ou não, ao sexo, à idade e à forma de representação. As características estão relacionadas à formação e experiências profissionais dos conselheiros, sua independência para o trabalho nos conselhos, propriedade ou não de ações e outras variáveis que podem influenciar no desempenho das funções de conselheiro (KESNER, VICTOR e

2 Chefe do setor Financeiro, do inglês Chief Financial Officer

LAMONT, 1986) como, por exemplo, atuação em cargos públicos (AGRAWAL e KNOEBER, 2000; HELLAND e SYKUTA, 2003; HILLMAN, 2005; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2008).

O tamanho diz respeito ao número de conselheiros existentes no conselho que, segundo estudos de Lehn, Patri e Zhao (2003) em 2000, os conselhos das empresas americanas tinham em média onze membros. Klein (1998), Adams, Hermalin e Weisbach (2009) classificam os tipos de conselheiros em internos, externos e afiliados à organização. Os membros internos são os empregados que permanecem o tempo inteiro dentro da empresa; os externos, são aqueles cujo emprego principal não é com a empresa, estes também são classificados como independentes e os afiliados, são aqueles que mantêm ou mantiveram alguma relação com a empresa como, por exemplo, ex-empregados, familiares de diretores/presidentes ou fornecedores. Dentre os internos, são designados ou eleitos, empregados, acionistas ou pessoas que trabalham diretamente com o executivo principal (CEO). Como conselheiros externos, são indicados ou eleitos geralmente diretores de outras indústrias, normalmente do segmento de Finanças, Medicina, Academia, Direito e Político (KLEIN, 1998; MARTINS e RODRIGUES, 2005; AGRAWAL e KNOEBER, 2000).

Conselheiros externos têm um papel importante nas empresas porque, ao exercerem funções de monitoramento, premiação e punição, podem alinhar o interesse dos agentes e dos acionistas e, com isso, contribuir para a solução do problema de agência (FAMA e JENSEN, 1983). Pelas experiências e competências adquiridas em outras empresas ou atividades, eles trazem conhecimentos na solução de problemas que envolvem tecnologias e mercados e podem ser importantes na definição das estratégias empresariais, justamente pelo olhar externo de oportunidades que podem ser desconhecidas pelos conselheiros internos (AGRAWAL e KNOEBER, 2000). Em sua pesquisa, Agrawal e Knoeber (2000) encontram um bom número de conselheiros externos que exercem a função de executivos em outras empresas, ou como investidores de sucesso, consultores, advogados e políticos. Dentre os conselheiros externos, são significativos os que já desempenharam ou desempenham funções políticas e jurídicas. Eles têm importante papel nos mercados regulados, devido às suas experiências anteriores ou

conhecimentos dos mecanismos e processos de regulação, e podem assim auxiliar as empresas nas políticas de negócio, nas vendas e na prospecção de oportunidades com um importante papel político de negociação ou previsão das hostilidades governamentais em relação à empresa. As hostilidades são manifestadas pelas pressões públicas e requisitos regulamentares (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009) de governos e dos mercados sobre determinados setores da economia, para provocar mudanças no ambiente externo à organização. Essas mudanças influenciam na composição dos Conselhos de Administração (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009). Segundo os autores, nos últimos anos, as pressões públicas e requisitos regulamentares levaram as empresas a compor seus conselhos majoritariamente com conselheiros externos.

Outra forma de classificar os Conselhos de Administração é apontada por Zahra e Pearce II (1989). Eles se referem à participação e representação de mulheres e minorias étnicas como membros de conselhos. Segundo os autores, dessa forma o conselho passa a representar também, outros valores da sociedade e não apenas os dos acionistas. Agrawal e Knoeber (2000) pesquisaram os conselhos das empresas de energia elétrica nos anos de 1998 e 1999 nos Estados Unidos e comprovaram o aumento em mais 26% de mulheres conselheiras externas, sem evidências que desempenham um papel político junto aos conselhos.

A participação de conselheiros externos nos Conselhos de Administração de empresas foi objeto de estudo por Pfeffer (1972). Ele verificou a existência de muitos advogados e representantes das comunidades financeiras nos grandes conselhos das empresas, principalmente advogados que trabalhavam como conselheiros em empresas de setores regulados. Adams, Hermalin e Weisbach (2009) investigaram as características de conselheiros externos nos Conselhos de Administração. Eles citam Booth e Deli (1996), Byrd e Mizruchi (2005), que encontraram banqueiros que executavam o papel de controle; Baker e Gompers (2003), capitalistas de risco; Agrawal e Knoeber (2000), Goldman, Rocholl e So, (2008), conselheiros com conexões políticas; Hallock (1997), Fich e White (2005), Kramarz e Thesmar (2006), Conyon e Read (2006) e Fahlenbrack, Low e Stulz (2008) sobre a participação nos conselhos de diretores de outras empresas (*interlocks*); Faleye, Mehrotra e Morck (2006), Gorton e Schmid (2004) e Fauver and Fuerst (2006) encontraram

conselheiros representantes de outras partes interessadas (*stakeholders*). Outros trabalhos relacionados com a participação de conselheiros externos (*outsiders*) podem ser verificados em MacAvoy *et al.*, (1983), Baysinger e Butler (1985), Weisbach (1988), Rosenstein e Wyatt (1990), Daily e Dalton (1994a, b), Hermalin e Weisbach (1988, 1991), Mehran (1995), Klein (1998), Block (1999), Hermalin, (2005), Fich e Shivdasani (2006), Linck, Nettera e Yang (2007), Laux (2008), entre outros.

Os trabalhos de Booth e Deli (1999), Kroszner e Strahan (2001) e Güner, Malmendier e Tate (2005) podem ser objeto de relação com o estudo aqui desenvolvido, embora os autores citados tenham focado suas pesquisas em participação de representantes de “instituições” nos Conselhos de Administração. Eles desenvolveram trabalhos que consideram a presença de bancos comerciais em Conselhos de Administração de empresas que contraíram empréstimos, bem como a presença de banqueiros em Conselhos de Administração de empresas que adquiriram recursos de terceiros dos bancos ou títulos de dívida pública. No entanto, os autores concluíram que a presença de especialistas financeiros nas empresas não necessariamente melhorou o valor para o acionista. Em outro estudo, Hillman, Cannella e Peatzold (2000) examinaram longitudinalmente a composição do Conselho de Administração num ambiente de mudança devido à desregulamentação nas empresas aéreas americanas. Perceberam no trabalho, a existência de um deslocamento na composição dos Conselhos de Administração dessas empresas para conselheiros com competências em analisar as condições concorrenciais do mercado; no entanto, não analisaram as implicações dessas competências com os resultados das empresas.

Com um estudo em duas etapas, Agrawal e Knoeber (2000) investigaram conselheiros com experiência política e sua utilidade nos Conselhos de Administração. Eles mediram se conselheiros com experiência política eram úteis no acompanhamento e assessoramento da gestão ou somente para as questões de interesses políticos. Concluíram que nas empresas maiores, quando as questões políticas são importantes, ocorre a incidência maior de conselheiros, tanto com experiência política, como de advogados. Encontraram também evidência de que, quando a cooperação com o governo é importante para as empresas, por exemplo,

nas vendas para o governo, quando ocorre grande volume de exportação e maior *lobby*, há maior incidência de conselheiros políticos nos conselhos; mas, quando existe a necessidade de combater o governo, como nos setores em que se exige redução da poluição, existe maior incidência de conselheiros advogados. Numa segunda etapa do estudo, Agrawal e Knoeber (2000) examinaram os conselhos de eletricidade das empresas americanas na década de 1990. Comprovaram o aumento de conselheiros com experiência política na indústria em relação às décadas anteriores. Não encontraram evidências de mulheres com experiência política que atuavam em Conselhos de Administração. Em outro estudo, Helland e Sykuta (2003) analisaram a participação de conselheiros políticos nas empresas de gás natural entre 1930 e 1998. Encontraram evidências de que o número de conselheiros políticos aumenta à medida que mudam as políticas concorrenciais de mercado. Concluem que o valor dos conselheiros com experiência política está mais ligado à existência da regulação no setor de gás natural do que na capacidade de acompanhamento do processo de gestão.

O mesmo problema levantado por Agrawal e Knoeber (2000) e Helland e Sykuta (2003) também é abordado por Hillman (2005). A autora realizou a investigação com 300 empresas, comparou dois grupos de empresas dentro de uma indústria; um grupo com grande regulação (telecomunicações, a biotecnologia, e indústrias com controle social e cultural, como sexo, tabaco, bebidas) e outro com pouca regulação (lar, vestuário, eletrônica) e examinou a associação entre desempenho das empresas e políticos nos Conselhos de Administração dessas empresas. Hillman (2005) encontrou apoio misto na suposição de que conselheiros com experiência política estão associados a um melhor desempenho financeiro das empresas. A associação foi mista porque os dados mostraram que a associação é positivamente relacionada em relação aos valores de mercado, e negativamente relacionada com os valores contábeis. A autora também observou que em empresas que atuam em uma indústria com forte regulamentação, há mais conselheiros com experiência política em seus Conselhos de Administração, que as empresas que atuam em setores com menos regulamentação. Outra conclusão é que empresas que atuam em mercados fortemente regulamentados apresentaram maior desempenho financeiro com base em valores de mercado.

A investigação de Hillman (2005) pesquisa as conexões políticas dos conselhos em empresas reguladas americanas e fundamenta o problema por meio da teoria da Dependência de Recursos (THOMPSON, 1967; PFEFFER e SALANCIK, 1978). A teoria da dependência de recursos defende que as empresas são dependentes de organizações externas. Essa dependência cria riscos e incertezas que afetam o desempenho organizacional. Para diminuir os riscos e incertezas, as empresas criam ligações com importantes fontes de incertezas e uma delas é o governo. Em outra linha, a Teoria da Agência trata dos conflitos de interesses entre agente e principal e considera os riscos e incertezas externos provocados com a regulamentação ou pela ação das políticas governamentais, como conflitos que ocasionam problemas de agência e assimetria de informações que necessitam de estratégias corporativas para solucioná-los. A Teoria da Agência defende que o conselho tem o papel de monitorar e influenciar a estratégia, controlar gerentes, diretores e recursos da empresa e oferecer assessoramento aos gestores da empresa (ZAHRA e PEARCE II, 1989; DEMB e NEUBAUER, 1992; AGRAWAL e KNOEBER, 2000; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009). Então, por investigar as empresas reguladas e a relação da participação de conselheiros com experiência política, conclui-se que a Teoria da Agência é a fundamentação teórica mais adequada, conforme argumentos acima.

No Brasil, 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).

As competências dos conselheiros, suas características, experiência, formação e independência com a empresa; se são detentores ou não de ações e outras

atribuições que possam interferir na sua participação em atividades e tarefas, bem como, a dinâmica interna de funcionamento, a personalidade de seus membros, as relações entre conselheiros e diretores executivos, os incentivos, suas conexões políticas e experiência profissional de cada conselheiro, são fatores que podem ser medidos e analisados para comprovação dos resultados e estratégias implementadas pelas as empresas (MARTINS e RODRIGUES, 2005; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009).

2.3 ESTRATÉGIAS POLÍTICAS CORPORATIVAS

A pesquisa acadêmica documenta de maneira acentuada as atividades políticas que envolvam o relacionamento entre empresas e governo, principalmente nos Estados Unidos, como também na União Europeia, Japão, Coreia do Sul, Rússia, Jordânia e Kuwait (HILLMAN, KEIM e SCHULER, 2004). Os artigos de Shaffer (1995) e Hillman, Keim e Schuler (2004) apresentam um panorama da literatura existente de 1970 a 2002. Na pesquisa, os autores verificaram que a atividade política corporativa (*corporate political activity-CPA*) é objeto de estudo em disciplinas que perpassam pela gestão estratégica, sociologia, ciências políticas, economia e finanças (HILLMAN, KEIM e SCHULER, 2004).

Apesar de todo o arcabouço teórico já existente, os estudos sobre as atividades políticas entre empresas e governo aconteceram de forma desigual, fragmentada e caracterizada pela falta de coesão teórica e metodológica (SHAFFER, 1995). Como consequência, encontram-se nomenclaturas distintas com funções e significados semelhantes como “estratégias políticas corporativas” (BAYSINGER, 1984; MAHON, 1989), “atividades políticas corporativas” (BAYSINGER, 1984; SHAFFER, 1995; HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002; HILLMAN, KEIN e SCHULER, 2004), “estratégias não-mercantis” (BARON, 1995; HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002; BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2008) e “conexões políticas” (HILLMAN, 2005; FACCIO, 2006; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2008; COOPER, GULEN e OVTCHINNIKOV, 2009).

Cada uma das abordagens desenvolve teoricamente a participação das empresas nas atividades que envolvem o relacionamento com o governo, especificamente em relação aos interesses ligados ao negócio e ao processo de legislação e regulação do setor de atuação dessas empresas. Os motivos que levam as empresas a construir relações ou “conexões políticas” (HILMAN e HITT, 1999) variam conforme seu interesse e o foco que o governo emprega na definição de políticas públicas (SHAFFER, 1995). O autor apresenta um modelo de interdependência das empresas e do governo, que detalha a forma de agir das empresas. Segundo ele, a empresa adota uma postura “adaptativa” quando o governo usa da autoridade para regular as ações das empresas por meio de legislação ou inversamente, com postura como “grupo de interesse” (STIGLER, 1971), quando existe intenção governamental de desenvolver políticas públicas (SHAFFER, 1995).

Para uma visão mais detalhada de cada termo, descrevemos abaixo suas definições com seus respectivos autores: (i) estratégias políticas corporativas – “emprego de recursos da organização para integrar objetivos e empreender ações coerentes direcionadas para a política, o social e a legislação ambiental, a fim de garantir vantagens temporárias ou permanentes e influência sobre outros atores do processo” (MAHON, 1989, p. 51-52); (ii) atividades políticas corporativas - "qualquer ação deliberada por uma empresa destinada a influenciar as políticas governamentais ou de processo" (GETZ, 1997, p. 32) ou como resume Hilman, Keim e Schuler (2004, p. 2), em seu artigo de revisão bibliográfica, “as pesquisas acadêmicas a definem como as tentativas das empresas para moldar a política do governo de forma favorável à empresa”; (iii) estratégias não mercantis – “os arranjos sociais, políticos e jurídicos que interagem com a estrutura externa, embora em articulação com os mercados e contratos” (BARON, 2006, p. 2.); (iv) conexões políticas – “uma empresa é politicamente ligada se pelo menos um membro do seu Conselho de Administração, inclusive o CEO e Conselho Fiscal é ou foi um político, isto é, um membro do parlamento, um ministro ou qualquer outro alto burocrata” (BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008, p. 657). Para Faccio (2006, p. 6), “uma empresa está conectada a um político se (pelo menos) um dos grandes acionistas da empresa ou alto executivo é (1) um membro do parlamento (2), um ministro ou o chefe de Estado, ou (3) está intimamente relacionado com um oficial do alto escalão”. Em um estudo com empresas francesas, Bertrand *et al.*, (2006)

consideram que uma empresa é politicamente ligada na França se seu CEO frequentou escolas de elite ("Grandes Écoles": École Nationale d'Administration e École Polytechnique) e foi empregado do governo antes de tomar uma posição do setor privado. Na Alemanha, Ferguson e Voth (2008) consideram que as empresas estejam politicamente ligadas se os executivos ou membros dos Conselhos de Administração e fiscal foram próximos ao partido que ocupava o poder na década de 1930.

Baysinger (1984) define estratégias políticas corporativas como as ações executadas proativamente pelas empresas para criar ambiente favorável a elas, com métodos de intercâmbio com políticos que decidem na "arena das políticas públicas". Essa arena é um mercado de trocas entre fornecedores e compradores (demandantes) por informações sobre componentes, preferências, incentivos financeiros, doações eleitorais e apoio eleitoral (HILLMAN e KEIN, 1995; HILLMAN e HITT, 1999; SCHULER, REHBEIN e CRAMER, 2002). Esses mercados de trocas em que políticos, reguladores, burocratas e membros do judiciário oferecem serviços ou favores para empresas, grupos de interesses e países, exigem das empresas que operam neles a utilização de estratégias não-mercantis (BONARDI, HOLBURN e VANDEN BERGH, 2006). Bandeira-de-Mello e Marcon (2008) adotam o conceito de estratégias não-mercantis como o mesmo que "estratégias políticas corporativas". Assim, o *lobbying*, contribuições de campanha, publicidades de defesa, construção de coligações, benefícios pessoais e nomeações para cargos públicos são estratégias não-mercantis que as empresas podem utilizar para influenciar as decisões nas políticas públicas (APLIN e HEGARTY, 1980; KEIM, ZEITHAML e BAYSINGER, 1984; KEIM, ZEITHAML, 1986; LENWAY e REHBEIN, 1991; SCHULER, 1996; HILLMAN e HITT, 1999; HILLMAN, ZARDKOOHI e BIERMAN, 1999; BONARDI, HOLBURN e VANDEN BERGH, 2006).

Os benefícios das estratégias não-mercantis para as empresas reguladas de um país em desenvolvimento são a diminuição dos efeitos assimétricos (SHAFFER, 1995; MCWILLIAMS, VAN FLEET e CORY, 2002) e a alteração da concorrência estrangeira (SCHULER, 1996). Quando as empresas dependem das políticas governamentais estão mais propensas a adotar estratégias políticas de relacionamento e contatos para influenciar a política governamental (HILLMAN e

HITT, 1999), é o caso das empresas que atuam em setores fortemente regulados. Estas são mais afetadas por essas políticas do que aquelas com menos regulação (LANG e LOCKHART, 1990; MAHON e MURRAY, 1981).

Na relação entre governo e empresas, tanto o governo necessita das empresas para executar suas estratégias nacionais ou metas econômicas, como as empresas também sofrem com os efeitos das posições do governo em relação à concorrência, com implicações na rentabilidade e na obtenção de vantagem competitiva (SHAFFER, 1995). Yoffie (1998) argumenta que, se o governo é significativo para a competitividade futura da empresa, a ação política da empresa deve ser uma prioridade estratégica.

Em um estudo sobre os artigos produzidos até 1995 sobre Atividades Políticas Corporativas, Shaffer (1995) propõe uma classificação da atuação das Atividades Políticas Corporativas em dois níveis: (i) macro ou perspectiva em âmbito social; (ii) micro ou perspectiva em nível de empresa. No primeiro nível a preocupação foi com os efeitos da atividade política corporativa no funcionamento do processo das políticas públicas (por exemplo: se prejudica a sociedade democrática). Para o segundo nível, a classificação proposta pelo autor define três classes de atividades que explicam a utilização de atividades políticas pelas empresas: (i) as empresas podem usar o processo político para legitimar sua atividade social; (ii) prever o comportamento futuro da empresa e; (iii) atingir vantagem competitiva.

Por meio de um modelo que integra a literatura publicada após Shaffer (1995), Hillman, Keim e Schuler (2004) apresentam uma classificação que envolve: (i) os níveis de análise que antecederam a Atividade Política Corporativa; (ii) os tipos e tipologias da Atividade Política Corporativa; (iii) a necessidade de organizar para posterior implementação e; (iv) quais os resultados da Atividade Política Corporativa. Nesse modelo proposto, os autores integram os conceitos anteriormente referenciados de “estratégia política corporativa”, “estratégias não mercantis” e “conexões políticas” em um único conceito denominado de “Atividade Política Corporativa”.

As tipologias que explicam a Atividade Política Corporativa, segundo levantamento de Hillman, Keim e Schuler (2004), são de dois tipos: (i) proativa e reativa (MEZNAR e NIGH, 1995) e; (ii) abordagem, intensidade de participação e tipos de estratégias (HILLMAN e HIT, 1999). A tipologia proativa está relacionada às iniciativas das empresas em conversar e informar os tomadores de decisão do governo ou legisladores sobre os impactos das ações, com o objetivo de redução da regulação. Ações como contribuições em campanhas, lobismo ou outra maneira de influência do processo legislativo/regulador são utilizadas como táticas (HILLMAN, 2005) dessa tipologia. A tipologia reativa indica um comportamento passivo e de expectativa no acompanhamento do processo legislativo/regulador com uma postura de não negociação. Shaffer (1995) classificou de forma muito semelhante o comportamento descrito acima. Ele nomeou a tipologia proativa de modelo de "influência" e a reativa de modelo "adaptativo".

A tipologia "abordagem, intensidade de participação e tipos de estratégia" é uma perspectiva que refina o comportamento das empresas. Essa tipologia é proposta por Hillman e Hit (1999). Nela, os autores definem uma abordagem geral às questões que envolvem atividades políticas corporativas de longo prazo com a determinação de "relacional" e "transacional", quando as questões são mais específicas. No nível de participação, referem-se às decisões das empresas relacionadas às atividades políticas estratégicas são tomadas na forma individual ou coletivamente, por exemplo, em associações comerciais e industriais. A última tipologia, "tipos de estratégias", está relacionada a três bens de troca no "mercado político" (BONARDI, HILLMAN e KEIM, 2005): a informação, o dinheiro e os votos (HILLMAN e HIT, 1999). Para essas estratégias as empresas se utilizam de táticas (GETZ, 1997; HILLMAN e HIT 1999) como *lobbying*, contribuições de campanha, construção de coligações, resultados das pesquisas de opinião, testemunhos, ações judiciais, serviços personalizados e etc.

Os esforços para que as empresas implementem as Atividades Políticas Corporativas podem acontecer por meio da: (i) integração com as estratégias da empresas e (ii) com a integração de outros atores políticos que tomam decisões políticas como, por exemplo, as agências reguladoras e os órgãos judiciais (HILLMAN, KEIM e SCHULER, 2004). A integração das Atividades Políticas

Corporativas à estratégia da empresa é proposta por Baron (1995a, 1995b, 1997) com o argumento de que as estratégias políticas podem complementar ou substituir a estratégia corporativa e que, de qualquer forma, devem ser integradas com a corporativa. A proposta de integração das estratégias (BARON, 1995a, 1995b, 1997) foi testada empiricamente por Shaffer, Quasney e Grimm (2000) e Bonardi (2004) com apoio à proposta de integração das estratégias. Shaffer e Hillman (2000) também comprovam uma forte relação entre estratégia de mercado e Atividades Políticas Corporativas.

Outra forma de execução das Atividades Políticas Corporativas, apontada pela literatura, é a integração da estratégia da empresa com outros atores políticos como, por exemplo, agências reguladoras e tribunais (HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002; DE FIGUEIREDO e DE FIGUEIREDO, 2002). De Figueiredo e De Figueiredo (2002) desenvolveram um modelo teórico que considera a integração entre as demandas litigiosas, os processos regulatórios e os grupos de interesse, com o envolvimento do judiciário, agências reguladoras e empresas ou lobistas das empresas. Os autores concluem que, quando a norma reguladora entra em litígio judicial, as estratégias de *lobbying* são alteradas com forte interferência dos tribunais, o que permitiu a formulação de quatro afirmações: 1) quando mais ativo for o tribunal, menor será a ação de *lobbying*; 2) quando grupos de interesse aumentam a doação de recursos, existe a transferência dos resultados para o regulador e o *lobbying* fica mais próximo do ideal; 3) caso o tribunal anule o litígio, a transferência para o regulador diminui e eliminam-se os efeitos do *lobbying*; 4) como a sensibilidade dos tribunais muda, os efeitos do *lobbying* dependem da ideologia do tribunal (DE FIGUEIREDO e DE FIGUEIREDO, 2002). Na mesma linha, Holburn e Vanden Bergh (2000) desenvolvem um modelo de interação entre empresas, legisladores, o executivo, a agência encarregada da regulação e os tribunais. Nesse modelo os autores consideram a empresa como um adicional jogador do processo político, sendo dela a decisão de escolha de que órgão deve fazer *lobbying*. Eles afirmam que, devido a essas interações estratégicas e às políticas institucionais, as empresas não necessariamente fazem *lobbying* com as agências reguladoras, mesmo quando elas se encontram sensíveis aos demais atores do processo.

Os resultados da execução de Atividades Políticas Corporativas são medidos de duas formas de acordo com o trabalho de Hillman, Keim e Schuler (2004): (i) pelos resultados nas políticas públicas e (ii) pelos resultados no desempenho das empresas. As interferências das estratégias políticas corporativas nas políticas públicas tiveram comprovação, de acordo com Hillman, Keim e Schuler (2004) nas áreas de política comercial (REHBEIN e LENWAY, 1994), lei sobre práticas monopolistas nos EUA (RAMIREZ e EIGEN-ZUCCHI, 2001), sistema bancário americano versus indústria (RAMIREZ e LONG, 2001), política comercial externa (SCHULER, SCHNEITZ e BAGGETT, 2002b), resultados em pleitos eletivos (DEAN, VRYZA e FRYZELL, 1998), defesa de consumidores (carros com defeitos) (SHAFFER e OSTAS, 2001), controle de preços de medicamentos e reembolso de drogas pelos farmacêuticos (CASTELLBLANCH, 2003; PRACTH e MOOR, 2003), audiências públicas das agências reguladoras (CAMPBELL, 1998) e políticas antitrust (CLOUGHERTY, 2003). É oportuno destacar o trabalho de Campbell (1998) por tratar da relação entre o consumidor, as empresas e as agências reguladas, e que, de forma indireta, fazem parte também desta investigação. O autor investigou a disputa pelo valor das taxas de telecomunicações entre as empresas e os consumidores, bem como o uso de diferentes formas de Atividades Políticas Corporativas entre as empresas concorrentes na definição dos valores dessa taxa.

Uma ênfase maior nos resultados da execução das estratégias políticas corporativas nas empresas é defendida por vários autores que argumentam que as políticas públicas e decisões governamentais afetam todos os aspectos de um negócio e podem afetar os resultados finais (SCHULER, 1996; MARSH, 1998; HILLMAN e HITT, 1999) ou como definem Bonardi, Holburn e Vanden Bergh (2006, p. 2) “pelo desempenho, queremos dizer na capacidade das empresas em ter efeitos favoráveis nas decisões sobre política pública”, ou seja, esses “efeitos favoráveis” podem representar uma vantagem competitiva (SHAFFER, 1995) e/ou maior valor de mercado (BANKER, DAS e OU, 1997; MARSH, 1998; HILLMAN, ZARDKOOHI e BIERMAN, 1999; FACCIO, 2006, 2009; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2006) e/ou maiores resultados econômicos (SHAFFER, QUASNEY e GRIMM, 2000). Assim, discorre-se a seguir a literatura que relaciona a estratégia com o desempenho econômico das empresas para melhor situar as questões da pesquisa.

O envolvimento das empresas nas Atividades Políticas Corporativas deve-se ao fato de ser o executivo, o legislativo e o judiciário, atores que interferem diretamente no ambiente competitivo em que as empresas atuam (SHAFFER, 1995; HOLBURN e VANDEN BERGH, 2002; DE FIGUEIREDO e DE FIGUEIREDO, 2002) e a capacidade de influenciar uma decisão política de uma forma a favorecer a empresa, estão diretamente ligadas ao seu desempenho econômico (HILLMAN, KEIM e SCHULER, 2004).

As principais funções do Conselho de Administração são o controle, acompanhamento da gestão (FAMA, 1980) e o desenvolvimento e avaliação das estratégias corporativas (DEMB e NEUBAUER, 1992; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009; MARTIN, 2009). Por meio delas, é possível diminuir os riscos, incertezas e encargos impostos pelo ambiente regulado. A empresa pode adotar estratégias políticas corporativas para reduzir esses impactos e aumentar seu desempenho, como por exemplo, apoiar o legislativo na regulamentação de normas ambientais específicas sobre emissões de poluentes, negociar as políticas tarifárias de importação e as decisões antitruste ou tarifas reguladas. Essas estratégias têm o objetivo de melhorar o desempenho da firma, sabendo-se que ele pode ser afetado pela sua atuação ativa nas definições de políticas governamentais (SALAMON e SEIGFRIED, 1977).

Estudos comprovam que a adoção de conexões políticas afeta positivamente os resultados econômicos das empresas, como por exemplos, os estudos de Faccio (2006) e Boubakri, Cosset e Saffar (2009). É de acordo com o desempenho econômico que a empresa terá sobras (lucros) para distribuir aos acionistas, e valores, para cumprir com suas obrigações. Como consequência desses resultados, a empresa poderá ter maior ou menor necessidade futura de financiamentos externos, e dessa forma, influenciar para a adoção ou não de melhores práticas de Governança Corporativa.

Os trabalhos empíricos sobre os efeitos da execução das atividades políticas no desempenho econômico das empresas estão relacionados à investigação de quanto alterou o valor de mercado das ações e da implicação nos resultados. Verificam-se consequências variadas (HILLMAN, KEIM e SCHULER, 2004). Alguns trabalhos

confirmam como positiva a relação de melhoria do desempenho na execução de atividades políticas corporativas (MARSH, 1998; HILLMAN, ZARDKOOHI e BIERMAN, 1999; FACCIO, 2006; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2006; COOPER, GULEN e OVTCHINNIKOV, 2009) outros, não apresentaram resultados significativos ou até diminuição do valor da empresa (BANKER, DAS e OU, 1997; FACCIO e PARSLEY, 2007; FACCIO, 2009) ou como Schuler e Rehbein (1997), que analisam a aplicação da estratégia nas empresas e percebem que elas avaliam a importância da estratégia política pelo impacto líquido que essa estratégia trará no seu desempenho. A investigação empírica de Shaffer, Quasney e Grimm (2000) fornece evidências que comprovam a importância de conexões políticas para o desempenho das empresas.

Assim, ao considerar que o desempenho tende a variar conforme as estratégias adotadas pelas empresas e de acordo com o ambiente concorrencial dos mercados (BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2008) e que, nele se tem o Estado regulador e concedente de serviços (STIGLER, 1971; POSNER, 1974; PELTZMAN, 1976), e de empresas competitivas de capital aberto que prestam serviços numa relação de interesses públicos e privados (SCHMITTER e LEHMBRUCK, 1979; STREECK e KENWORTHY, 2004), controladas por um dos principais mecanismos de controle e monitoramento (Conselhos de Administração) das corporações (JENSEN e MACKLING, 1976; FAMA, 1980; EISENHARDT, 1989; DEMB e NEUBAUER, 1992; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009; MARTIN, 2009) e, como campo de ação, mercados regulados com interesses e relacionamentos que interferem nas políticas públicas e nos resultados finais de uma empresa (SCHULER, 1996; MARSH, 1998; HILLMAN e HITT, 1999; SHAFFER, QUASNEY e GRIMM, 2000) permite propor a seguinte questão de Pesquisa 1: A prática de estratégias políticas corporativas por meio de, no mínimo, um conselheiro com experiência política no Conselho de Administração das empresas reguladas pode gerar maior desempenho econômico financeiro? Para testar essa pergunta define-se como hipótese H1 – Existe uma relação estatística significativa entre empresas com conselheiros com experiência política nos conselheiros de administração das empresas reguladas brasileiras e o desempenho econômico financeiro.

2.4 A 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 idéias 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 (STIGLER, 1971; POSNER, 1974).

Por regulação, Den Hertog (1999, p. 223) define como o “emprego de instrumentos legais para a implementação de objetivos econômicos, políticos e sociais”. 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). Nesse mesmo 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”. Para Boehm (2007, p. 2), 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”. Essas definições trazem, em si, a idéia de fiscalização e controle do Estado sobre os setores produtivos.

No Detalhamento da intervenção estatal através da regulação, Aragão (2007) amplia o conceito por meio do desmembramento do seu significado em quatro conceitos: (i) regulação pública não estatal - são os atos regulatórios das entidades sociais ou profissionais (conselhos profissionais e as entidades desportivas) que detêm poder delegado por autoridade legislativa ou constitucional; (ii) autorregulação - são as normas e atos praticados por entidades ou empresas privadas como, por exemplo, os regulamentos de empresas, códigos de boas práticas e decisões associativas, sem que ocorra a delegação estatal; (iii) desregulação – é a re-estruturação das

normas já existentes por outros mecanismos, mais transparentes e complexos, com espírito renovador e expansivo para suprir as formas tradicionais de regulação; (iv) a regulação estatal - considerada como

o conjunto de medidas legislativas, administrativas e convencionais, abstratas e concretas, pelas quais o Estado, de maneira restritiva da liberdade privada ou meramente indutiva, determina, controla ou influencia o comportamento dos agentes econômicos, evitando que lesem os interesses sociais definidos no marco da Constituição e orientando-os em direções socialmente desejáveis (ARAGÃO, 2007, p. 71).

O termo regulação tem origem do inglês *regulation* que, se traduzido para o português, refere-se à regulamentação, regulamento e regra. No sistema norte-americano o termo pode ter um sentido mais amplo, equivalente a todas as atividades dos poderes públicos organizados que configuram a realidade social e, num sentido mais restrito, consistindo na determinação do regime jurídico de uma atividade econômica. No Brasil se utiliza o termo associado mais à regulação normativa – produção de normas jurídicas de caráter regulamentar (ARAGÃO, 2007). A regulação brasileira teve como modelo o sistema americano e teve como justificativa a necessidade de se privatizar os setores da economia (PECI, 2007; ARAGÃO, 2007) para a promoção e manutenção de um ambiente competitivo e motivado, com garantias legais e proteção constitucional dos investimentos privados nacionais e estrangeiros nas empresas concessionárias prestadoras dos serviços públicos e dos usuários (FADUL, 2007).

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 e PEIXOTO, 2007). Em seu parágrafo III do artigo 2º, o Decreto nº 99.179/90 enfatiza que “a atividade econômica privada será regida,

basicamente, pelas regras do livre mercado, limitada a interferência da Administração Pública Federal ao que dispõe a Constituição”.

Os principais objetivos da regulação, de acordo com Levy e Spiller, (1993) são dois: (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. De uma forma mais ampliada, a OCDE (1997) orienta que uma boa regulação deve: (i) servir objetivos claramente identificados da política, e ser eficaz na execução desses objetivos; (ii) estar baseada em pareceres legais e empíricos; (iii) produzir benefícios que justifiquem os custos, bem como a distribuição dos efeitos em toda a sociedade e considerar os efeitos econômicos, ambientais e sociais; (iv) minimizar os custos e distorções de mercado; (v) promover a inovação por intermédio de incentivos de mercado e abordagens baseadas em meta, (vi) ser clara, simples e prática para os usuários; (vii) estar consistente com outras regulações e políticas e, (viii) ser compatível tanto quanto possível, com a concorrência, com o comércio e com os princípios que facilitem o investimento nos níveis nacional e internacional.

Para efeitos de classificação, a regulação é dividida em três tipos: econômica, social e administrativa (OCDE, 1997).

- a) Regulação econômica: intervém diretamente nas decisões de mercado, tais como, preços, quantidades produzidas, concorrência, entrada ou saída nos mercados;
- b) Regulação social: protege interesses públicos, tais como, saúde, segurança, meio ambientes ou coesão social. Os efeitos econômicos da regulação social podem ser considerados como uma preocupação de segundo plano ou até mesmo inesperados, embora sejam potencialmente significativos;
- c) Regulação administrativa: Atua através de formalidades administrativas ou burocráticas por meio das quais os governos coletam informações e intervêm em decisões econômicas individuais. A regulação administrativa pode ter efeitos significativos no desempenho do setor privado com a eliminação da burocracia não necessária ou racionalização e melhoria do que é necessário, e assim, fazer com que a regulação seja mais transparente.

Outra forma de classificar a regulação é a enumerada por (ARAGÃO, 2007). O autor define como possibilidades de regulação *lato sensu* da economia: i) a regulação estatal, os órgãos do próprio estado emitem as regras mesmo que ocorra a participação de organismos sociais; ii) a regulação pública não estatal, construídas por entidades da sociedade com delegação ou por incorporação das suas normas ou ordenamento jurídico estatal; iii) a regulação privada, definidas por instituições privadas, geralmente associativas, sem delegação ou chancela estatal; e iv) a desregulação, é a ausência de regulação institucionalizada, pública ou privada, com os agentes expostos ao livre desenvolvimento do mercado.

Devido à necessidade de delimitar os estudos pelo foco da investigação e por nossa investigação tratar da relação econômica entre empresas, agências reguladoras, governo, políticos e usuários, com possíveis consequências econômicas para cada um deles dar-se-á maior atenção a regulação econômica (STIGLER, 1971; POSNER, 1974; PELTZMAN, 1976).

2.4.1 Regulação Econômica

Os mercados podem ser livres ou regulados. Já em 1776, em sua obra "*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*" Adam Smith afirmava que os mercados livres são os regidos pela livre iniciativa e livre concorrência. Os mercados regulados estão relacionados à interferência governamental na economia (KEYNES, 1992). A regulamentação econômica pode ser dividida em dois tipos de regulamentação: a regulação estrutural e a regulação de conduta (KAY e VICKERS, 1990). Como o nome já diz, a regulação estrutural é utilizada para regular a estrutura do mercado, como por exemplo, as restrições de entrada e saída de empresas nos setores ou as regras que definem as normas de prestação de serviços por profissionais devido à ausência de qualificação. Na regulação de conduta se regula o comportamento do mercado. Nesse tipo de regulação podemos apontar como exemplos, o controle de preços, as regras contra a publicidade, os padrões mínimos de qualidade e a equidade social.

Em estudo inicial de Stigler (1971) e, posteriormente, com a complementação de Posner (1974) e Peltzman (1976), é elaborada a Teoria da Regulação Econômica, também chamada de Teoria Clássica da Regulação. Nela, o governo ou instituições normatizam o controle da concorrência, o acesso e a permanência das empresas nos mercados internos ou externos, o desequilíbrio, faltas e resultados dos mercados e da redistribuição. A regulação econômica “engloba toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviços públicos ou o exercício do poder de polícia” (SALOMÃO FILHO, 2008, p. 21). Esse conceito perpassa por dois fenômenos, o primeiro se relaciona com a redução da intervenção do Estado na economia, e o segundo com o crescimento do movimento de concentração econômica que provoca a diminuição da concorrência (SALOMÃO FILHO, 2008). Por outro olhar, Fiani (1998, p.1) enfatiza mais a função de controle da economia, quando define regulação econômica como “a ação do Estado que tem por finalidade a limitação dos graus de liberdade que os agentes econômicos possuem no seu processo de tomada de decisões”, sendo esse um dos principais objetivos da regulação. Boehm (2007, p. 1) afirma que a regulação é definida usualmente como “a intervenção ativa do governo em uma indústria, a fim de aumentar o bem estar social”.

Como observado nas definições, a regulação econômica pode abranger várias abordagens e que foram classificadas na literatura em três formas clássicas da Teoria da Regulamentação Econômica (DEN HERTOOG, 1999): (i) a regulação por interesse público (*public interest*) (PIGOU, 1938; POSNER, 1974); (ii) regulação por interesse privado (*private interest*) (STIGLER, 1971; POSNER, 1974; PELTZMAN, 1976; BECKER, 1983), esta também chamada de regulação por grupos de interesse (*interest groups*) (POSNER, 1974) e, (iii) a regulação pela escolha pública (*public choice*) que também encontramos na literatura com o termo “procura” ou “busca de rendas” (*rent-seeking*) (DOWNS, 1957; BUCHANAN e TULLOCK, 1962; TULLOCK, 1967; KRUEGER, 1974).

Den Hertog (1999) define “interesses privados” como as preferências dos atores políticos em relação ao seu autointeresse e “interesses públicos” como as preferências relacionadas com os interesses dos outros. A “escolha pública” relaciona-se ao interesse do próprio Estado e os interesses dos agentes públicos,

como servidores, políticos e burocratas. A regulação por interesse público objetiva corrigir as “falhas de mercado” para aumentar o bem-estar da sociedade e impedir ações contrárias ao “interesse público”. Este interesse público pode ser descrito como a melhor distribuição possível dos recursos escassos, tanto para os indivíduos, como para os grupos. Segundo a teoria do interesse público, a regulação governamental é o instrumento para a superação das desvantagens ocasionadas pela concorrência imperfeita, operação desequilibrada dos mercados, falta de mercados e dos resultados indesejáveis do mercado (DEN HERTOOG, 1999). A grande crítica desta teoria ficou na dificuldade em se definir o que é de “interesse público”. Downs (1957) enfatiza a falta de acordo sobre a definição de “interesse público” ou “bem estar social” devido aos conflitos de interesse dos agentes econômicos, como políticos e burocratas, que podem estar seguindo seus próprios objetivos particulares. Esses objetivos são conflitantes com os de suas funções públicas em consequência do abuso de sua posição para promoção de interesses próprios ou de terceiros.

Na literatura encontramos o termo “falhas de mercado” também sendo utilizado como “fracasso de mercado”, que é definido por Pereira (1997, p. 19) como “a incapacidade de mercados competitivos alcançarem uma afetação eficiente de recursos, devido à existência de bens públicos puros, externalidades, informação assimétrica e outros problemas”. Da necessidade de se corrigir essas “falhas de mercado” é que se justifica a intervenção governamental no sistema produtivo.

Na regulação por interesse privado, os interessados (grupos de interesse) objetivam encontrar políticas favoráveis aos seus negócios, como barganhas por subsídios, proteção tarifária, barreiras de entradas para novas firmas, entre outros (STIGLER, 1971; POSNER, 1974). Stigler (1971, p. 3) define que “como regra, a regulação é adquirida pela indústria e é projetada e operada essencialmente em seu benefício”. É dessa definição que se estabelece a teoria da captura. Esse conceito de captura do Estado teve origem primeiramente nas idéias de Marx e de cientistas políticos como Bentley (1935) e Truman (1951). Já na perspectiva econômica, foi nomeada de Teoria da Captura, primeiramente por Downs (1957) e Olson (1965), de onde Stigler (1971) se apoiou para definir a Teoria da Regulação Econômica que, posteriormente, foi complementada por Posner (1974) e Peltzman (1976). Nessa

teoria, supõe-se que ao longo do tempo, a regulação venha a servir os interesses do ramo da indústria envolvida com a captura do regulador. Posner (1974) afirma que a regulação existe em resposta às demandas dos grupos de interesse que lutam entre si para maximizar os rendimentos dos seus membros. Assim, é um processo pelo qual grupos de interesse procuram promover os seus (privados) interesses (POSNER, 1974) e, com isso, influenciar o resultado do processo regulatório, provendo apoio financeiro para políticos e reguladores. Outro argumento da teoria é que, mesmo que os reguladores tentem promover o bem estar social por meio da organização de grupos de consumidores, são incompetentes e dificilmente são bem sucedidos (STIGLER, 1971). Uma década depois, Becker (1983) contribui com a teoria propondo a “teoria da concorrência entre grupos de pressão para influenciar a política”. Nessa proposta, Becker (1983) argumenta que o que influi basicamente nos resultados da política são as respectivas forças dos grupos de pressão e que, por pressão competitiva entre os grupos e por influência política, determinam o equilíbrio entre taxas, subsídios e outros fatores políticos.

A teoria da regulação por “escolha pública” analisa as “falhas” ou “fracassos” do Estado e do Governo (BUCHANAN e TULLOCK, 1962; TULLOCK, 1967). Boehn (2007, p.7) afirma que a “escolha pública” tornou-se também uma forma de “aplicação de um método de análise econômica para instituições políticas e tomada de decisões governamentais”. O principal argumento da teoria é que o Governo não é capaz de corrigir as “falhas de mercado” ou o custo para corrigi-las é muito elevado e superior aos custos das próprias “falhas de mercado”. A teoria defende que todos os agentes de governo, políticos e burocratas são atores que procuram seguir seus próprios interesses e, com isso, são incapazes de corrigir as “falhas de mercado” (BOEHN, 2007). O termo “falhas do governo” ou “fracasso do governo” tem haver com o setor público e o sistema político e seus problemas de “ineficiência da administração pública, ausência de incentivos, problemas com obtenção de informação acerca das preferências dos cidadãos, rigidez institucional, permeabilidade à atuação de *lobbies*, financiamento ilegal de partidos políticos, etc.” (PEREIRA, 1997, p. 20).

Na década de 1970, com as contribuições de Anne Krueger (1974) e Bhagwati (1982) a teoria da “escolha pública” é complementada com as idéias de *rent-seeking*.

Nela, afirma-se que é possível fazer renda com o uso de bens ou serviços improdutivos, normalmente provenientes de um monopólio ou de barreiras comerciais e políticas comerciais (BOEHN, 2007). Bhagwati (1982, p. 989) define “procura de rendas” como

o caminho para fazer lucro (i.e. renda) empregando atividade que são diretamente improdutivas; isto é, retornos de rendimentos pecuniários não provenientes da produção de bens ou serviços, que estão associados direta ou indiretamente a função de utilidade por meio do aumento da produção ou pela disponibilidade de bens econômicos que exercem uma função de utilidade.

O termo *rent-seeking* foi definido por Krueger (1974) no artigo *The Political Economy of the Rent-Seeking Society*, mas seus conceitos já eram utilizados por Tullock (1967) quando defendeu que as rendas e a redistribuição de riqueza por meio de políticas públicas são comparáveis com as atividades dos ladrões, que também utilizam os recursos pessoais e de empreendimentos improdutivos para redistribuir, em vez de criar riqueza. Ele define “procura de rendas” (*rent-seeking*) como “ações que visam obtenção de privilégios especiais do governo” (TULLOCK, 2003, p. 5) como afirmação de que as empresas e pessoas buscam privilégios que podem vir de alguma atividade que tem um valor social negativo. Den Hertog (1999, p. 243) utiliza o conceito de maneira mais focada, quando define “procura de rendas” como “o emprego de recursos escassos por indivíduos e grupos em atividades políticas para conseguir direitos de monopólio concedidos pelo governo”.

A teoria defende, como princípio fundamental, que o governo é o responsável pela atribuição de propriedade sobre bens e serviços públicos, com isso, define concessão de exploração, atribui licenças, regula mercados e define taxas para restringir ou controlar a concorrência. Essas formas de regulação sempre resultam em “rendas” de monopólio ou de serviços regulados. Grupos de interesse buscam essas rendas, que por serem associadas a um serviço ofertado aos cidadãos, podem ter preços mais elevados, dessa forma, diminui o bem estar dos consumidores e acontece a “redistribuição” de rendimentos dos consumidores para o monopolista. Essa redistribuição é um custo social que é originário da “procura de rendas” dos grupos de interesse (BOEHN, 2007).

Uma quarta abordagem menos ortodoxa da regulação econômica é o neocorporativismo. Ele defende uma interação dos interesses públicos e privados. Nessa abordagem são acentuadas, em especial, as relações de troca e negociação entre Estado e poderosos interesses sociais organizados (SCHMITTER e LEHMBRUCK, 1979; STREECK e KENWORTHY, 2004). Schmitter e Lehmbbruch (1979, p. 9) definem neocorporativismo como “uma forma especificamente modal ou ideal-típica de acordo institucional, de vínculo, entre interesses organizados associativamente da sociedade civil, com as estruturas de decisão do Estado”. No neocorporativismo o estado, capitalistas e trabalhadores têm que dividir a tomada de decisão com associações civis (não-econômicas) através de uma ordem social moderna, formada por uma combinação de instituições com diferentes atores, motivos, meios de troca, recursos, regras decisórias, padrões de conflito e fundações normativas (NEDER, 2008). Nessa teoria, os bens e serviços “públicos” são indispensáveis para a sociedade e, sua oferta ou produção, podem alterar ou afetar o comportamento coletivo, com a exigência de uma definição por parte do governo, de uma política de regulação para atender os interesses privados e coletivos (LAFFONT e TIROLE, 1993; STREECK e SCHMITTER, 1985).

Na relação entre Estado e interesses privados e públicos, a Teoria da regulação econômica define como principais objetivos: alcançar a eficiência na alocação de recursos; contribuir para a estabilização do funcionamento do mercado perseguindo seu equilíbrio; diminuir a assimetria de informações em relação a preços, quantidades ou qualidade dos produtos; eliminar os efeitos das externalidades provocadas pela ação econômica sobre terceiros em função da utilidade ou quantidade produzida de um bem ou serviço como, por exemplo, os sinais de TV, a educação e a água e, prevenir e corrigir o mercado de falhas indesejáveis como a aplicação do salário mínimo legal, rendas máximas, concessão de subsídios na prestação de serviços postais, telefone e transporte de passageiros, bem como na melhora da acessibilidade da saúde, aposentadoria e desemprego (DEN HERTOOG, 1999).

Esses objetivos regulamentares são determinados pelas políticas governamentais para regular a ação dos agentes econômicos. Dentre esses agentes tem-se a empresa. A existência ou não de regulação do mercado é um aspecto muito

importante para as empresas, porque pode exigir mudança nas suas estratégias e, da mesma maneira, deslocar o foco do seu negócio (HELLAND e SYKUTA, 2003). A regulação exige da empresa adoção de estratégias não-mercantis que podem beneficiar ou não seus resultados. Bandeira-de-Mello e Marcon (2008) apontam como estratégias não-mercantis as formas de lobismo, contribuições de campanha, construção de coligações, publicidade de proteção, formação de clientela e indicações para cargos públicos, que são utilizadas pelos governos e empresas para proativamente influenciar as políticas públicas. Os autores argumentam que existem modelos que consideram a empresa, os grupos interessados (*stakeholders*) e países estrangeiros, os atores que estão à *procura* de mercados políticos e, do lado da *oferta*, aparecem políticos, reguladores, burocratas e membros do judiciário. Um dos instrumentos de regulação utilizados pelos governos para consolidar os interesses desses atores são as Agências Reguladoras.

Para dar conta das responsabilidades de supervisão, controle, aconselhamento e coordenação da regulação, os governos se utilizam de órgãos ou mecanismos que operam em seus diferentes níveis. Esses organismos podem depender diretamente do poder executivo ou serem independentes, podendo ser classificados em quatro grupos (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. Por estarem relacionados nesta proposta de investigação, estes organismos serão aprofundados a seguir.

2.4.2 Agências reguladoras

As agências reguladoras são pessoas ou entes administrativos 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. (MOREIRA, 2007). Autores do Direito Administrativo preferem utilizar o termo ‘entidades reguladoras autônomas’ (ARAGÃO, 2007; GOMES, 2005) devido à importação do termo do direito americano. Nele, *agencies* é utilizado para definir qualquer tipo de órgão público, incluindo as *executive agencies ou administrative agencies* (agências executivas) e as *independent regulatory agencies ou independent regulatory commission* (agências reguladoras autônomas). As primeiras, com caráter executivo, e subordinadas diretamente ao Presidente da República ou Ministros e vinculadas ao poder central e, as últimas, com caráter normativo e regulador, com autonomia administrativa e altamente descentralizada, “com estrutura colegiada, sendo os seus membros nomeados para cumprir um mandato fixo do qual eles só podem ser exonerados em caso de deslize administrativo ou falta grave” (GOMES, 2005, p. 7). Assim, Gomes (2005, p.8) define que para o

Direito Brasileiro, a agência reguladora é uma 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.

Devido ao seu caráter autônomo, as agências têm poderes quase-executivos, por implementar as políticas públicas setoriais; quase-judiciais, por julgar o comportamento das firmas, arbitrar e intermediar os conflitos entre firmas e consumidores e entre as próprias firmas; e quase-legislativos, por expedirem normas e regulamentos em matérias de sua competência (GOMES, 2005). Moreira (2007) aponta como competências concretas das agências reguladoras: a elaboração e a implementação de normas secundárias para disciplinar a conduta das empresas representativas do setor regulado; a fixação e/ou o controle das tarifas e preços das atividades reguladas; a fixação e/ou controle dos bens e serviços produzidos; a

promoção ou o resgate da concorrência do respectivo setor; a composição de conflitos entre os agentes do setor e entre estes e os consumidores; a aplicação de sanções jurídicas negativas pelo não cumprimento das normas estabelecidas.

O modelo de 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 e PEIXOTO, 2007; PECCI, 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 e PEIXOTO, 2007).

No Brasil, a regulação por meio de agências iniciou-se em 1995, com a necessidade de redução do Estado provedor e produtor de riqueza, para um estado que atuasse em ações que fossem fundamentais à sociedade, como por exemplo, educação, saúde, saneamento básico e habitação (NUNES, RIBEIRO e PEIXOTO, 2007). Estas questões foram tratadas pelo governo Itamar Franco (1992-1994) e Fernando Henrique Cardoso (1995-1999) como uma necessidade de reformar o estado. O centro da reforma teve como principal instrumento de execução, a criação do Ministério da Administração Federal e Reforma do Estado – MARE (RAMOS, 2005).

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 por conta das regras de mercado e, por correrem o risco de se transformar em monopólios privados. Fazia-se necessário 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.

Atualmente, o Brasil possui dez agências federais (Anexo A) e vinte e nove agências estaduais (Anexo B) e, conforme análise de Martins (2004), é possível diferenciar três gerações diferentes no processo de criação das agências reguladoras. A primeira geração que abrange o período de 1995-1998 caracteriza-se pela criação das chamadas agências reguladoras de infraestrutura instituídas em outubro de 1997 com a publicação das Leis nº 9427/96, nº 9472/97 e nº 9478/97 que criaram, respectivamente, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), a Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL) e a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), às quais foram transferidas a atribuição regulatória dos setores de energia elétrica, das telecomunicações e do petróleo. Posteriormente, em 1999/2000, foram criadas a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA), a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e a Agência Nacional de Água (ANA). Durante o período 2001/2002, foram criadas agências como a Agência Nacional do Cinema (ANCINE), a Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) e a Agência Nacional de Transportes Aquaviários (ANTAQ). Em 2005 foi criada a Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC). Hoje, o país tem agências nos três níveis de governo, federal, estadual e municipal, conforme anexos A e B.

Tanto 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 passa 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 agências reguladoras.

2.4.3 Agências Reguladoras e Endividamento das Empresas

As empresas reguladas têm como principal característica atuar num ambiente controlado pelo Estado. O controle vai desde a fixação das taxas dos serviços até na forma de atuação, com interferência nas decisões de investimentos e na estrutura de capital das empresas. Normalmente as empresas reguladas fazem seus investimentos baseadas nas políticas regulatórias com previsões sobre as implicações desses investimentos no seu resultado. Spiegel e Spulber (1994) comprovam que a regulação oferece um incentivo às empresas em contrair dívidas. Esta prática tem como principal motivo não permitir que o regulador atue como oportunista e diminua os valores das taxas.

As relações entre a empresa, os consumidores e os reguladores envolvem negociações para se obter taxas de retorno que permitem às empresas pagar os custos e ainda fazer os investimentos exigidos pelo regulador. Spiegel e Spulber (1994, p. 2) enfatizam que “a taxa justa de retorno abrange o custo do capital, mas muitas vezes superior à taxa de juros sem risco” justamente para que a empresa tenha incentivo em investir no negócio e possa continuar existindo. Bortolatti *et al.*, (2010, p. 3) reforçam que esse posicionamento já vem definido no próprio regulamento da União Europeia, quando define que as autoridades reguladoras devem definir “preços máximos” a fim de garantir que as receitas possam “cobrir os custos operacionais, depreciação e infraestrutura para garantir que a empresa possa melhor manter sua operação”. Reiteram os autores que as políticas de preços regulados afetam os resultados esperados das empresas e o seu custo de capital. Diante disso, as empresas adotam estratégias de investimentos que aumentam o endividamento para aumentar os preços regulamentados ou forçam a redução dos investimentos para também aumentar o preço regulado.

Estudos empíricos investigaram o problema entre reguladores e empresas reguladas, entre eles: Taggart (1985), Besley e Bolten (1990), Spiegel e Spulber (1994), Klein, Philips e Shiu (2002) e Bortolatti *et al.*, (2010). Taggart (1985) estudou o setor elétrico estatal e a regulação da concessão do gás natural no período de 1912-1922 concluindo que a regulação aumentou o grau de endividamento das empresas europeias após a implantação da taxa de regulação. Besley e Bolten (1990) pesquisaram agências de regulação e empresas reguladas para verificar a relação entre aumento da dívida, do capital e dos preços. Concluem que 60% das agências e empresas reguladas acreditam que o aumento da dívida está relacionado ao aumento do patrimônio líquido e da regulação dos preços. Klein, Philips e Shiu (2002) estudaram as empresas seguradoras e verificaram que o nível de regulação dos preços tem efeitos positivos sobre a alavancagem das seguradoras.

Em um estudo com as empresas reguladas europeias no período de 1994 a 2005, Bortolatti *et al.*, (2010) estudaram a interação entre estrutura de capital das empresas e como ela é afetada pela existência de uma agência reguladora independente. Os autores concluem que as empresas tendem a ter maior alavancagem quando são controladas por uma agência reguladora independente. Eles diferenciam agências independentes (privadas) de estatais porque ao contrário do Brasil e Estados Unidos, na Europa, existem agências reguladoras estatais e independentes. Outra conclusão dos autores é que a alavancagem financeira das empresas pode elevar os preços, mas isso não significa que o consumidor será prejudicado, pois os preços mais elevados podem beneficiar os consumidores com o desfrute de serviços melhores e mais confiáveis.

Como já discorrido, o modelo brasileiro de regulação adota agências reguladoras autônomas, semelhantes ao modelo americano e europeu de agências independentes. Esta realidade e o embasamento teórico aqui apresentado permitem que se faça a seguinte pergunta de pesquisa e hipótese: Existe uma relação estatística significativa entre conselheiros com experiência política em empresas públicas que podem fornecer recursos financeiros para empresas reguladas brasileiras e o seu crescimento em alavancagem? H2 - Existe uma relação estatística significativa entre empresas que possuem conselheiros com experiência

política em instituições públicas que podem fornecer recursos financeiros para empresas reguladas brasileiras e o seu crescimento em alavancagem de capital.

Por outro lado, o envolvimento de agências reguladoras, governos, empresas e consumidores num ambiente regulado, com implicações nas estruturas de capital das empresas (SPIEGEL e SPULBER, 1994; BORTOLATTI *et al.*, 2010), na forma de produzir, comercializar e distribuir seus bens e serviços, determinam a necessidade da adoção de estratégias políticas corporativas (SCHULER, 1996; MARSH, 1998; HILLMAN e HITT, 1999). A ilustração 2 demonstra de forma gráfica as relações entre as teorias e os atores em ambientes regulados, bem como os resultados objeto desta pesquisa.



Ilustração 2 – Relações entre as teorias e os atores em ambientes regulados
Fonte: Elaborado pelo autor (2010)

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Ao levar em conta a formulação do problema e os objetivos gerais e específicos alicerçados pela fundamentação teórica, esta pesquisa adotou a abordagem quantitativa, empírica e descritiva. A pesquisa quantitativa normalmente se manifesta apropriada quando se quer analisar as medidas quantificáveis de variáveis e inferências e fundamenta-se em amostras de uma população. Essa abordagem usa medidas numéricas para testar hipóteses ou busca padrões numéricos relacionados a conceitos do cotidiano (DYNIEWICZ, 2007; MARCONI e LAKATOS, 2009).

A abordagem quantitativa pode ser classificada em estudos descritivos, observacionais e experimentos (DYNIEWICZ, 2007). Este trabalho utiliza o tipo de pesquisa descritiva. Nos estudos organizacionais, a pesquisa quantitativa permite a mensuração de opiniões, reações, hábitos e atitudes em um universo por meio de uma amostra que o represente estatisticamente.

3.1 OPERACIONALIZAÇÃO DA PESQUISA

A primeira atividade da operacionalização da pesquisa relacionou-se com a definição das fontes de dados das empresas e dos seus respectivos Conselhos de Administração, com isso, foi possível compor as tabelas com os escopos das variáveis de cada conselho e de cada empresa. Em seguida, foram coletados os dados das características de cada conselho e de seus conselheiros. Depois de concluída essa atividade, efetuou-se a coleta dos dados econômicos financeiros de cada empresa/ano para, em seguida, calcular os indicadores de desempenho e alavancagem. Finalmente se definiu as tabelas que agrupavam os dados empíricos e representativos das regressões múltiplas.

3.1.1 – Fonte dos dados

Para a realização da pesquisa foram utilizadas fontes de dados secundários do Economática® e informações do Relatório de Informações Anuais (IAN), disponíveis na Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e na Bolsa de Mercados & Futuros e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBOVESPA) para o período de 1999 a 2008. Tal espaço de tempo foi definido em razão de ser o momento posterior à privatização de setores importantes da economia brasileira (telecomunicações, petróleo e gás natural e energia elétrica, iniciada em 1995. Entre 1996 e 1997, são também criadas as primeiras agências reguladoras responsáveis pelo controle público dos setores privatizados (GOMES, 2007).

Os setores pesquisados (Anexo C) e que sofrem regulação das agências formalizadas e legalmente constituídas e com independência de gestão foram: Petróleo, Gás e Biocombustíveis (exploração e/ou refino); Materiais Básicos (petroquímicos); Construção e Transporte (transporte aéreo, metroviário, ferroviário, hidroviário, rodoviário, exploração de rodovias, serviços de apoio e armazenagem); Telecomunicações (telefonia fixa e móvel) e Utilidade Pública (energia elétrica, água e saneamento e gás). Esta classificação setorial está de acordo com a BM&FBOVESPA.

A opção por se utilizar como fonte de dados os Conselhos de Administração para verificar as estratégias políticas corporativas e a não inclusão das contribuições de campanha, que é uma variável de pesquisa muito utilizada, ocorreu em função dos setores analisados não poderem efetuar doações, conforme artigo 24 da Lei nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, com alterações introduzidas pela Lei nº 11.300, de 10 de maio de 2006.

Do Economática® e das DFs (Demonstrações Financeiras) publicadas no menu “Empresas Listadas” do *site* da BM&FBOVESPA, foram coletados os dados econômicos e financeiros, dos IANs, as informações sobre os conselheiros das empresas. As Informações Anuais (IAN) enviadas pelas empresas à CVM incluem a relação de todos os conselheiros eleitos após as assembleias de acionistas

realizadas no primeiro semestre de cada ano, e seus respectivos currículos. A disponibilização das informações anuais é regulamentada pelas Instruções Normativas nº 200 e nº 303, da CVM. Os integrantes dos Conselhos de Administração foram identificados por meio da análise dos dados informados nas IANs de cada empresa e nos currículos de cada conselheiro localizados em arquivo anexo às IANs. A amostra é não-probabilística.

Como conexões políticas, definimos a relação entre empresa e pessoas com experiência política nas esferas municipal, estadual ou federal nos três poderes do Estado, ou seja, legislativo, executivo e judiciário. Para determinar a presença de conexões políticas nas empresas reguladas foram examinados os Conselhos de Administração das empresas reguladas por meio de análise das IANs encaminhadas anualmente pelas empresas à CVM. Os dados econômicos e financeiros foram retirados da base de dados Económica® e das informações adicionais obtidas das Demonstrações Financeiras publicadas no *site* da BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercados & Futuros e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo.

3.1.2 – Dados relativos ao Conselho de Administração

As IANs de cada empresa foram coletadas por meio de acesso ao *site* da BM&FBOVESPA. Nelas consta a relação dos conselheiros e os seus currículos, com as respectivas funções e experiências profissionais. Para visualizar as informações utilizou-se o *software* DIVEXT, disponível no próprio *site* da BM&FBOVESPA. Depois de capturar os arquivos de cada empresa, passou-se a analisar cada um dos arquivos com as IANs. Primeiramente verificou-se a formação dos Conselhos de Administração com a classificação dos conselheiros em: independentes, empregados, formação em ciências jurídicas (advogados), representantes da organização ou diretores e representantes dos acionistas ou demais interessados (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009; MARTIN, 2009). Registrou-se também, o número total de conselheiros e as datas da eleição e de vencimento do mandato de cada conselheiro. Com essa classificação, objetivou-se analisar os conselhos quanto às suas características e composição para inferências sobre as práticas de

governança utilizadas pelas empresas brasileiras e, se essas práticas podem influenciar nas decisões sobre estratégias políticas corporativas.

Na sequência foram analisados os currículos de cada conselheiro e classificaram-se as informações pela existência de conexão política deles. Em um primeiro momento classificaram-se as firmas que eram conectadas politicamente pelo mandato do conselheiro, em seguida, contabilizou-se o número de conselheiros com experiência política nas administrações direta, indireta e em cargos eletivos para totalizar as vagas encontradas e separar dentre elas, quais tinham experiência em empresas possíveis fornecedoras de recursos financeiros às empresas.

Essa classificação está vinculada à forma como o Brasil define Administração Pública em seu artigo 4º do Decreto-Lei nº. 200/67:

A administração federal compreende: I - a administração direta, que se constitui dos serviços integrados na estrutura administrativa da Presidência da República e dos ministérios. II - a administração Indireta que compreende as seguintes categorias de entidades, dotadas de personalidade jurídica própria: a) Autarquias; b) Empresas públicas; c) Sociedades de economia mistas; d) Fundações públicas.

O artigo 37 da Constituição de 1988 estende tal classificação também para os Estados e Municípios.

Optou-se em separar, dentre os conselheiros conectados, àqueles que tinham experiência em empresas que fornecem recursos financeiros com o intuito de investigar se essa conexão pode gerar maior alavancagem no capital das empresas reguladas (SPIEGEL e SPULBER, 1994; FACCIO, 2007; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008; BORTOLATTI *et al.*, 2010). Para efeito de comprovação da experiência política dos conselheiros registraram-se igualmente os nomes e as funções de cada conselheiro que apresentava experiência política.

As IANs deveriam ser atualizadas, segundo IN/CVM nº 331/2000, no artigo 11, itens I e II, em cinco dias após a ocorrência. Essa determinação obrigou as empresas a alterar os dados dos conselheiros, ano após ano, e para manter a fidedignidade dos dados, não se adotou o ano do IAN como o ano de conexão, mas sim, o período do

mandato do conselheiro. Isso foi possível por meio da análise da data da eleição do conselheiro e da data do vencimento do seu mandato.

Para classificar e agrupar os dados de cada empresa, ano e Conselho de Administração, definiu-se uma série de variáveis de acordo com o problema de pesquisa e com a literatura existente sobre Conselhos de Administração, tipos de conselheiros e suas funções (KESNER, VICTOR e LAMONT, 1986; HERMALIN e WEISBACH, 1988 e 1991; AGRAWAL e KNOEBER, 2000; HELLAND e SYKUTA, 2003; HILLMAN, 2005; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2008; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009; MARTIN, 2009) que foram agrupados em uma planilha Excell para registro e controle, conforme quadro 4.

Variável	Descrição.
FIRMA	Nome da empresa.
ANO	Ano que representa a data da execução contábil dos dados. O ano de competência contábil que foram registrados contabilmente a operação da empresa.
TOTCON	Total de conselheiros efetivos no Conselho de Administração da empresa pesquisada.
INDEPC	Número de conselheiros independentes que fazem parte do conselho – para as boas práticas de Governança do IBGC (2009, p. 25), o conselheiro independente se caracteriza por: “Não ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital; Não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado à organizações relacionadas ao acionista controlador; Não ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias; Não ser fornecedor ou comprador, direta ou indiretamente, de serviços e/ou produtos à sociedade; Não ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade; Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade; e não receber outra remuneração da sociedade exceto os honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição)”.
EMPREC	Número de conselheiros que representam os empregados da empresa.
JURIDC	Número de conselheiros com formação jurídica (advogados, juizes).
ORGANC	Número de conselheiros que representam a administração da organização (diretores).
PRESCEO	1 – “SIM” 0 - “NÃO” – Se o presidente do Conselho de Administração é também o diretor presidente da firma (CEO).
DEMAISC	Número de conselheiros que não se classificam em independentes, empregados, formação jurídica e diretores.
FCONEC	1 – “SIM” 0- “NÃO” – Se a firma tem conselheiros (presidente, vice-presidente, diretores ou qualquer outro conselheiro, menos os suplentes e conselho fiscal) com experiência política ou não. Para ser

	conectada, a Firma tem que ter, no mínimo, um conselheiro com experiência política em cargos públicos da Administração direta e indireta ou legislativa no âmbito federal, estadual ou municipal, considerou-se o mandato do conselheiro como parâmetro para o ano de conexão.
TCEXPOL	Total de conselheiros com experiência política na firma naquele ano.
CEXP_addir	Número de conselheiros com experiência política na administração pública direta (Federal, Estadual e Municipal) naquele ano. (- Art. 4º. do Decreto-Lei nº 200/67 - A administração federal compreende: I - a administração direta, que se constitui dos serviços integrados na estrutura administrativa da Presidência da República e dos ministérios). O artigo 37 da constituição de 1988 estende tal classificação também para os Estados e Municípios. Então são órgãos ligados diretamente ao executivo (presidência da república, governador, prefeito, ministérios e secretarias dos estados e municípios). Exemplo: Secretaria da Fazenda, MEC, Exército, ABIN, e etc.
CEXP_adind	Número de conselheiros com experiência política na administração pública indireta (Federal, Estadual e Municipal) naquele ano. Administração pública Indireta – Art. 4º do Decreto-Lei 200/67 – Inciso II – “A administração Indireta que compreende as seguintes categorias de entidades, dotadas de personalidade jurídica própria: a) Autarquias; b) Empresas públicas; c) Sociedades de economia mistas; d) Fundações públicas” – exemplos: BNDES, BANCO DO BRASIL, INSS, PETROBRÁS, BRDE, BANCO CENTRAL, e etc.).
CEXP_eleito	Número de conselheiros com experiência política devido à eleição para cargo público. (Conselheiro que já ocupou cargo de senador, deputado, vereador, presidente da república, governador, prefeito).
CEXP_EFR	Número de conselheiros com experiência política e que tiveram ou têm ligações com empresas fornecedoras de recursos financeiros. (Exemplo: Bancos públicos, fundos de pensão de empresas públicas - fornecem empréstimos).
NOME_Cexpp	Nome do conselheiro com experiência política (tantas variáveis acrescidas na tabela quanto for o número de conselheiros com experiência política). Acrescentar no final da variável o número ordinal de acordo com o número de conselheiros daquela empresa naquele ano. Ex. NOME_Cexpp1, Nome_Cexpp2.
FUNÇAO_exp	Nome da função principal do conselheiro com experiência política. Função (cargo) principal é a que representa maior grau hierárquico no poder público.

Quadro 4 - Variáveis referentes às conexões dos Conselhos de Administração
Fonte: Dados Primários (2010)

Do total de empresas selecionadas, em oito não foram encontrados os dados das IANs, por estarem canceladas ou em liquidação, com isso, a amostra passou a ser de 139 empresas, das quais, duas encerraram as operações em 2006 e seus dados ainda estavam disponíveis (VARIGSA e VARIGSERV). Outras onze empresas foram excluídas por falta de dados financeiros referentes a mais de três anos ou patrimônio líquido negativo, parâmetro considerado suficiente para significação dos cálculos dos índices econômicos. Assim, a amostra final foi de 127 empresas. Feita a

totalização dos dados de cada conselheiro, ano a ano, e para cada empresa, passou-se à coleta dos dados econômicos e financeiros.

3.1.3 – Dados econômicos e financeiros

Para que os resultados possam ser significativos, todos os mecanismos da Governança Corporativa, suas estratégias e ações precisam estar alinhadas ao negócio e aos resultados e, para serem conhecidos, precisam ser medidos. Barney e Hesterly (1996) afirmam que cada medida de desempenho tem suas limitações e uma multiplicidade de abordagens seria adequada. Em seus estudos sobre redes e desempenho, organizam sua análise em torno de quatro abordagens: sobrevivência, medidas contábeis, perspectiva de múltiplos *stakeholders* e medidas de valor presente, todas baseadas na métrica. Várias classes de medidas para a análise de desempenho são apontadas por Carneiro *et al.*, (2005), destacam-se as medidas contábeis-financeiras, que indicam a forma de gestão dos recursos financeiros sob quatro aspectos – lucratividade, liquidez, alavancagem e atividade.

Assim, da fonte de dados secundária Economática® foram obtidos os dados contábeis das empresas (quadro 5), o que permitiu o cálculo dos indicadores de desempenho econômico financeiro e da alavancagem de cada empresa. Na coleta dos dados, verificou-se que algumas empresas não dispunham dos dados no Economática®. Fez-se necessário então, complementar a pesquisa com a coleta dos dados de 39 empresas identificadas no *site* da BM&FBOVESPA como reguladas. Os dados estavam disponíveis nas Demonstrações Financeiras publicadas no próprio *site* da BM&FBOVESPA. De tal modo, as variáveis econômicas relacionadas no quadro 5 são oriundas de duas fontes, do Economática® e das DFs (Demonstrações Financeiras) publicadas no menu “Empresas Listadas”, do *site* da BM&FBOVESPA.

Variável	Descrição
Ativo_tot	Ativo total da empresa anual
Pas_Circ	Passivo circulante da empresa anual
Exig_LPrazo	Passivo Exigível a Longo Prazo da empresa anual
PL	Patrimônio Líquido da empresa anual
Receita	Receita Bruta da empresa anual
Luc_Oper	Lucro Operacional (EBIT) da empresa anual
Luc_Liq	Lucro Líquido da empresa anual

Quadro 5 - Variáveis econômicas e financeiras

Fonte: Dados Primários (2010)

A montagem e totalização dos dados definidos nos quadros 4 e 5 permitiram a caracterização das variáveis que representam os Conselhos de Administração (quadro 4) e cálculo das médias do período dos indicadores de desempenho (quadro 5) para a estruturação da análise e resultados.

3.1.4 Caracterização operacional das variáveis dependentes e independentes

Após a coleta dos dados relativos aos Conselhos de Administração (quadro 4) e dos dados econômicos e financeiros (quadro 5) de cada empresa, utilizou-se uma planilha Excel para o cálculo dos índices que resultaram nas variáveis dependentes, independentes e de controle, conforme quadro 6.

Neste estudo, definiram-se como variáveis dependentes (preditoras) àquelas que medem o desempenho econômico contábil das empresas, são elas: o Retorno sobre Ativos (ROA) (HILLMAN, 2003, 2005; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008; LI *et al.*, 2008); o Retorno sobre Capital (ROE) (HILLMAN, 2003; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008; LI *et al.*, 2008) e o Retorno sobre Vendas (ROS) (HILLMAN, 2005; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008). Para medir o endividamento utilizou-se a variável contábil que avalia o grau de endividamento sobre o patrimônio líquido (ALAVANCAGEM) (GODE e MOHANRAM, 2003; DHALIWAL *et al.*, 2006; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008; FACCIO, 2007). ROE e ROA são medidas contábeis que a literatura de gestão mais utiliza para medir desempenho (HILLMAN, 2005) e ROS, por ser uma medida de rentabilidade que se baseia em dois fluxos, as rendas e as vendas (BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008). É pertinente o uso dessa variável devido às características do ambiente regulado que pode “capturar

rendas” (DOWNS, 1957; BUCHANAN e TULLOCK, 1962; TULLOCK, 1967; KRUEGER, 1974) e vendas dos serviços. A ALAVANCAGEM é um determinante em potencial para gerar conexões políticas entre fornecedores de recursos públicos, (bancos e fundos públicos) e as empresas e, com isso, permitir a capitalização de empresas recém privatizadas (BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008).

	Variável	Descrição da Variável	Fontes	
			Dados	Teórica
Variável Dependente	ROE	Média do ROE (<i>Return on Equity</i> – Retorno sobre Patrimônio Líquido).	Calculado	(HILLMAN, 2003; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008; LI <i>et al.</i> , 2008)
	ROA	Média do ROA Operacional (<i>Return on Assets</i> – Retorno do Lucro Operacional (EBIT) sobre Ativo Total).	Calculado	(HILLMAN, 2003, 2005; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008; LI <i>et al.</i> , 2008)
	ROS	Média do Retorno sobre Vendas (<i>Return on Sales</i> – Retorno Sobre Vendas).	Calculado	(HILLMAN, 2005; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008)
	ALAVANCAGEM	Média da alavancagem da empresa no período ou comprometimento do PL em relação às dívidas da empresa.	Calculado	(GODE e MOHANRAM, 2003; DHALIWAL <i>et al.</i> , 2006; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008; FACCIO, 2007)
Variáveis independentes	TAXA ELP	Média da Taxa de Variação do Exigível a Longo Prazo da empresa.	Calculado	
	ENDIVIDAMENTO LP	Média do Endividamento a Longo Prazo da empresa.	Calculado	
	TAXA DE CRESCIMENTO	Média da Taxa de Crescimento da receita bruta da empresa.	Calculado	
	TAXA VAR. EXLP/PL	Taxa da Variação do Exigível a Longo Prazo sobre o Patrimônio Líquido.	Calculado	
	LN POLÍTICOS	Logaritmo natural do número de conselheiros com experiência política em empresas fornecedoras de recursos financeiros.	Calculado	
	Ln CONECTADAS	Logaritmo natural do total de conselheiros conectados por empresas.	Calculado	(HILLMAN, 2003, 2005; BHAGAT e JEFFERIS JR., 2000; BOUBAKRI, COSSET e

				SAFFAR, 2008; LI <i>et al.</i> , 2008)
	DAM_ CONECTADAS	<i>Dummy</i> – (1) empresa com conselheiros com experiência política, (0) empresa sem conselheiros com experiência política.	IAN/BMF& BOVESPA	(HELLAND e SYKUTA, 2003)
	DAM_S1	<i>Dummy</i> – (1) empresa do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis (Exploração e/ou Refino), (0) não.	IAN/BMF& BOVESPA	
	DAM_S2	<i>Dummy</i> – (1) empresa do setor de Materiais Básicos Petroquímicos, (0) não.	IAN/BM&FB OVESPA	
	DAM_S3	<i>Dummy</i> – (1) empresa do setor de Construção e Transporte (transporte aéreo, metroviário, ferroviário, hidroviário, rodoviário, exploração de rodovias, serviços de apoio e armazenagem), (0) não.	IAN/BMF& BOVESPA	
	DAM_S4	<i>Dummy</i> – (1) empresa do setor de Telecomunicações (telefonia fixa e telefonia móvel), (0) não.	IAN/BMF& BOVESPA	
	DAM_S5	<i>Dummy</i> – (1) empresa do setor de Utilidade Pública (energia elétrica, água e saneamento, e gás), (0) não.	IAN/BMF& BOVESPA	
Variável de controle	LN RECEITA BRUTA	Média do Logaritmo natural da Receita Bruta – mede o tamanho da empresa.		(HILLMAN, 2003, 2005; LI <i>et al.</i> , 2008; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008)
	LN ATIVO TOTAL	Média do Logaritmo natural do Ativo Total. Também mede o tamanho da empresa.		

Quadro 6 - Variáveis dependentes, independentes e de controle
Fonte: Dados Primários (2010)

Para efeitos de padronização dos dados econômicos das empresas para o período de 10 anos (1999 a 2008), utilizaram-se, como forma de agrupar essas ocorrências, a média aritmética e o logaritmo natural de médias aritméticas.

3.2 TRATAMENTO ESTATÍSTICO DOS DADOS

Efetuaram-se os cálculos estatísticos para verificar os testes das hipóteses, por meio dos *softwares* SPSS e Excel. Por intermédio do cálculo das médias de cada empresa para o período de 1999 a 2008, calculou-se o valor das variáveis apresentadas nos quadros 4, 5, 6 e efetuou-se a análise descritiva dos dados e, por meio da técnica estatística de regressão múltipla, amplamente utilizada para prever e explicar problemas de pesquisa (HAIR JR *et al.*, 2006; CUNHA e COELHO, 2007), procurou-se descrever o comportamento das variáveis de desempenho das empresas, com base nos valores conhecidos das variáveis independentes e dependentes relacionadas no quadro 6.

3.2.1 – Descrição dos dados

O agrupamento dos dados obtidos nos relatórios IANs de cada empresa, relativos aos Conselhos de Administração, permitiu a elaboração de tabelas que representam as características, quanto a sua composição e distribuição por setores, pelos últimos três mandatos presidenciais e suas conexões políticas.

A comparação das empresas que apresentaram conexões políticas com aquelas que não apresentaram conexões políticas foi efetuada pela análise descritiva das médias dos indicadores de desempenho de todo o período pesquisado. Esses resultados de desempenho foram calculados e comparados.

3.2.2 – Regressão múltipla

A avaliação das variáveis estatísticas e da teoria ocorreu mediante o uso da técnica de regressão múltipla com o cálculo de equações em quatro estágios. O primeiro conforme a equação 1. O segundo e terceiro, de acordo com as equações 2 e 3 que

derivam da equação 1, e o quarto estágio, conforme a equação 4. Assim sendo, o desempenho da firma i , na indústria k , no ano t é determinado por: desempenho = f (conexões políticas) + ϵ e representado na seguinte equação de regressão:

$$\text{Desempenho}_{i,k,t} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon_{i,k,t}$$

Sendo,

$$\text{Desempenho}_{i,k,t} = \text{ROA} \quad (1)$$

$X_1 = \text{Ln_conexões}$; $X_2 = \text{Ln_Receita Bruta}$; $X_3 = \text{Taxa de Crescimento da RB}$ e $X_4 = \text{Taxa de variação do ELP sobre o Patrimônio Líquido}$.

$$\text{Desempenho}_{i,k,t} = \text{ROE} \quad (2) \text{ e}$$

$X_1 = \text{Ln_conexões}$; $X_2 = \text{Ln_Receita Bruta}$; $X_3 = \text{Taxa de Crescimento da RB}$ e $X_4 = \text{Taxa de variação do ELP}$.

$$\text{Desempenho}_{i,k,t} = \text{ROS} \quad (3) \text{ e}$$

$X_1 = \text{Ln_conexões}$; $X_2 = \text{Ln_Ativo Total}$; $X_3 = \text{Taxa de variação do ELP}$

No último estágio (4) calculou-se o Endividamento $_{i,k,t}$ da firma i , na indústria k , no ano t de acordo com a seguinte equação:

$$\text{Endividamento}_{i,k,t} = \text{ALAVANCAGEM} \quad (4) \text{ e}$$

$X_1 = \text{Ln_politivos}$; $X_2 = \text{Ln_Receita Bruta}$; $X_3 = \text{Taxa de Crescimento da RB}$ e $X_4 = \text{Taxa de variação do ELP}$.

β_0 representa o intercepto e ϵ , o termo erro.

3.2.3 – Esquema geral da pesquisa

A ilustração 3 permite visualizar os passos desenvolvidos no processo de pesquisa. O início, com a definição da fonte de dados, avançando para o desenvolvimento da pesquisa, com a coleta, a discussão e análise dos dados e, finalmente, as conclusões e os resultados.

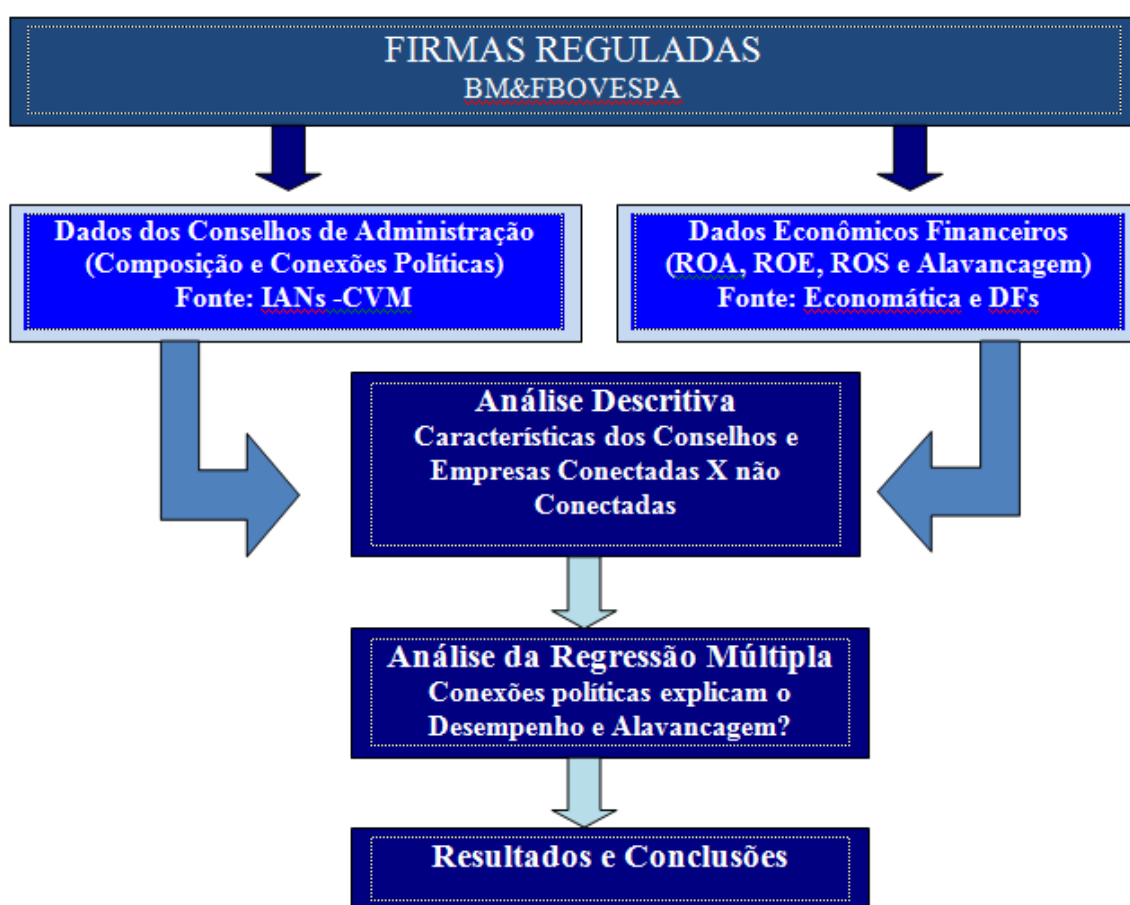


Ilustração 3 – Esquema geral da pesquisa
Fonte: Elaborada pelo autor (2010)

Ao relacionarem-se os objetivos específicos propostos com a forma de execução da pesquisa, verifica-se que esta seguiu o fluxo apresentado na ilustração 3. Essa relação também é demonstrada no quadro 7 com a vinculação direta dos objetivos propostos e a forma de execução da pesquisa.

Objetivos Específicos	Forma de Execução
Identificar as empresas brasileiras de capital aberto reguladas e as características dos Conselhos de Administração.	Coleta em bases secundárias
Analisar a formação dos Conselhos de Administração dessas empresas reguladas conforme suas características e experiências em cargos políticos.	Análise Descritiva
Comparar o desempenho econômico financeiro das empresas reguladas em função das conexões políticas dos conselheiros.	Análise Descritiva das médias do período, ANOVA, teste t e Regressão Múltipla.
Analisar a existência de relação entre conexões políticas corporativas e alavancagem.	Análise Descritiva das médias do período, ANOVA, teste t e Regressão Múltipla.

Quadro 7 – Relação entre objetivos específicos e sua forma de execução
 Fonte: Elaborado pelo autor (2010)

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A análise dos resultados foi desenvolvida em três etapas: (1) estudo do levantamento da composição dos Conselhos de Administração e suas conexões políticas; (2) análise descritiva das médias entre as empresas conectadas e não conectadas e; (3) análise e explicação da relação entre conexões políticas corporativas das empresas reguladas e o desempenho econômico para o período de 1999 a 2008 pela análise de regressão múltipla.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

No levantamento das empresas existentes, foram encontradas 147 empresas abertas nos setores de Petróleo, Gás e Biocombustíveis (exploração e/ou refino); Materiais Básicos (petroquímicos); Construção e Transporte (transporte aéreo, metroviário, ferroviário, hidroviário, rodoviário, exploração de rodovias, serviços de apoio e armazenagem); Telecomunicações (telefonia fixa e telefonia móvel) e Utilidade Pública (energia elétrica, água e saneamento, e gás). Após análise dos dados dos Conselhos de Administração e do tratamento dos dados econômicos e financeiros para o período de 1999 a 2008, chegou-se a uma amostra total de 127 empresas. A tabela 1 apresenta essa relação, entre os setores regulados e o número de empresas e o total de vagas de conselheiros encontradas.

Tabela 1 – Vagas de conselheiros nas Empresas dos setores regulados

Nome do Setor	Nº. Empresas	Nº. Empresas Conectadas	Nº. Empresas Não Conectadas	Nº. Médio de Cons.	Total de vagas de Conselheiros
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	3	3	0	11	297
Materiais Básicos	7	5	2	10	700
Construção e Transporte	29	18	11	9	2103
Telecomunicações	23	18	5	10	2154
Utilidade Pública	65	61	4	10	6748
Total	127	105	22	10	12002

Fonte: Dados Primários (2010)

Percebe-se que, da amostra, 51% das empresas pertencem ao setor de Utilidade Pública. Vinte e três por cento e 18% aos setores de Construção e Transporte e Telecomunicações, respectivamente. Constatou-se também, um crescimento no período de 71% no número de empresas que negociam ações na BM&FBOVESPA. No período, as empresas disponibilizaram 12.002 vagas de conselheiros. Petróleo, Gás e Biocombustíveis (11) é o setor com maior média de conselheiros e construção e transporte com menor média (9). Esta média é um ponto acima do máximo recomendado pelo IBGC (2009). O Instituto indica como ideal, o mínimo de 5 e o máximo de 9 conselheiros, de acordo com o perfil da empresa. A média brasileira é menor que nos Estados Unidos com 12 e 11 conselheiros apontados respectivamente por Lehn, Patri e Zhao (2003) e Fich e Shivdasani (2006). As empresas conectadas politicamente representam 82% do total das empresas.

Do total de 12.002 vagas de conselheiros ocupadas, com uma média de 10 conselheiros em cada conselho e variação de 9 (setor de Construção e Transporte) a 11 conselheiros (setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis) por empresa (ver tabela 1), encontraram-se 38 empresas conectadas, no ano de 1999 e, 93 em 2008, isso representa um acréscimo de 145% de empresas conectadas, com destaque para a passagem de 1999 a 2000, cujo crescimento foi de 47% em empresas conectadas politicamente.

Na tabela 2 apresenta-se a quantidade de empresas e a média de conselheiros políticos encontrados nos setores regulados e sua distribuição por mandato presidencial. Para melhor representar os dados por mandatos, optou-se por apresentar o número de vagas ocupadas por empresa, em valores médios em cada mandato. O cálculo das médias de conselheiros conectados politicamente por cada mandato é a soma das vagas ocupadas por cada empresa conectada dentro do setor, dividido pelo número de anos.

Pode-se verificar que todos os setores apresentaram uma variação maior nas médias de conselheiros politicamente conectados entre, o segundo mandato, do presidente Fernando Henrique Cardoso e, o primeiro mandato, do presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Verifica-se um aumento geral de 33% a mais na média de vagas de conselheiros conectados politicamente no primeiro mandato do governo

Lula (392,25) em relação ao segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (295,25). Destaca-se que o setor de Construção e Transporte teve o maior percentual (54%) na média de conselheiros no primeiro governo Lula (28) em relação a média de conselheiros do segundo mandato do governo FHC (18). A menor variação ficou com o setor de Telecomunicações, com 5,48%. Já o número de empresas aumentou aproximadamente 17% a mais em relação ao segundo mandato do presidente FHC.

Tabela 2 – Empresas e conselheiros políticos por mandato presidencial

Setor	2º. Mandato FHC		1º. Mandato Lula		2º Mandato Lula *	
	Nº Emp.	Cons. Pol.	Nº Emp.	Cons. Pol.	Nº Emp.	Cons. Pol.
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	3	7,5	3	8,25	3	9
Materiais Básicos	7	10,25	7	12,75	7	10,5
Construção e Transporte	21	18	28	39,5	26	33
Telecomunicações	21	34,5	23	36,5	23	28
Utilidade Pública	56	225	65	295,25	65	295
Total	108	295,25	126	392,25	124	375,5

Fonte: Dados Primários (2010)

*somente os anos 2007 e 2008

Percebe-se que e no primeiro mandato do presidente Lula as empresas apresentam maior média de políticos em seus Conselhos de Administração, do que no segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. Pode-se inferir que nesse período as empresas apresentaram necessidade de maior atividade política corroborando com os achados de Bandeira-de-Mello e Marcon (2008). Por outro lado, infere-se, que o ambiente econômico e político podem determinar as necessidades de escolhas dos conselheiros e, assim, adequar a estratégia da empresas.

Com a intenção de mapear as características dos Conselhos de Administração das empresas reguladas brasileiras, elaborou-se a tabela 3. Nela, verificou-se que os Conselhos de Administração apresentam 41% de seus conselheiros como representantes da agência (diretores executivos - *insiders*), contra 57% de representantes do principal (eleitos ou indicados pelos acionistas - *outsiders*) (tabela 3). É inexpressiva a participação dos representantes de empregados (1%) com apenas dois setores que registram essa prática– Utilidade Pública (88%) e

Construção e Transporte (12%). Os Conselhos de Administração das empresas americanas apresentaram em 2000, uma relação de 13% de conselheiros *insider* (LEHN, PATRI e ZHAO, 2003).

Verificou-se a relação percentual entre os setores e percebe-se que a diferença entre o percentual de conselheiros diretores e conselheiros representantes dos acionistas é muito pequena, com variação percentual de 1 a 2% a mais para os representantes dos acionistas. Conclui-se que esse número não é expressivo e pode ser decisivo quando da tomada de decisão sobre o controle ou a análise de dados ou mesmo, para aprovação de projetos (ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009).

Pode-se deduzir que existe a possibilidade de ocorrer problemas e custos de agência, conforme preconizado por Jensen e Mackling (1976) na Teoria da Agência, devido à existência de 41% de agentes nas empresas pesquisadas que podem exercer um comportamento que nem sempre estará em conformidade com os interesses do principal. Essa verificação representa também, o grau de independência dos conselhos (HERMALIN e WEISBACH, 1998; LAUX, 2008) e entende-se que os conselhos das empresas reguladas brasileiras apresentam baixo grau de independência (2%) na relação *insider/outsider*. Outra possibilidade relaciona-se à função exercida pelos conselheiros *outsiders* das empresas reguladas brasileiras. Seu papel pode ser apenas consultivo em relação à gestão, ou como afirmam Helland e Sykuta (2003), serem apenas “fachadas” (*window dressing*) e não causarem problemas para a gestão.

Outra constatação refere-se ao uso de conselheiros independentes. A orientação do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009) recomenda ser uma boa prática de governança que a formação dos Conselhos, seja em sua maioria, composta por conselheiros independentes. Se for verificada essa variável na amostra, o total de vagas ocupadas de conselheiros independentes representam apenas 1,2%. Destaca-se que desse percentual, ocorre a concentração de 54% no setor de Utilidade Pública e 32% no setor de Construção e Transporte, conforme tabela 3. Isto permite afirmar que não são consideradas as recomendações de melhores práticas de governança (IBGC, 2009), principalmente

quanto à composição dos conselhos das empresas brasileiras dos setores regulados.

A atividade regulada caracteriza-se pela definição de normas e leis que são instituídas pelo legislativo ou pelo próprio órgão regulador, no caso as agências reguladoras. Com o objetivo de verificar se as empresas utilizaram como estratégia a eleição ou a indicação de conselheiros advogados, como forma de verificar o uso de suas experiências para ajudar as empresas nas previsões das ações governamentais (PFEFFER, 1972; AGRAWAL e KNOEBER, 2000), já que a atividade reguladora pressupõe competência de entender as normas para melhor compreender os limites regulatórios, a pesquisa tabulou essa informação. Verificou-se que 12% das vagas de conselheiros ocupadas nos conselhos das empresas reguladas são de conselheiros com formação jurídica. Se for comparado o número de conselheiros com formação jurídica nas empresas que estavam conectadas politicamente em relação às empresas que não tiveram conexões no período, encontram-se 1404 vagas de conselheiros ocupadas com conselheiros advogados. Esse número comprova a inferência de Agrawal e Knoeber (2000) sobre o uso da experiência jurídica dos conselheiros para a tomada de decisões e prevenir ações hostis do governo perante as empresas. Essas relações são representadas na tabela 3 com detalhamento das conexões encontradas nos Conselhos de Administração das empresas.

Tabela 3 – Distribuição por tipo de conselheiro nos setores regulados- Brasil 1999/2008

Nome do Setor	Tipos de Conselheiros				
	Independente	Empregados	Diretores	Acionistas	Formação Jurídica
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0	0	113	184	27
Materiais Básicos	5	0	277	418	134
Construção e Transporte	44	12	837	1210	171
Telecomunicações	11	0	883	1260	319
Utilidade Pública	93	87	2.792	3.776	753
Total	153	99	4.902	6.848	1404
Relação com número total de conselheiros	1,2%	0,8%	41%	57%	12%

Fonte: Dados Primários (2010)

Além do detalhamento das características dos conselhos, pesquisou-se a existência de conselheiros que ocupavam ou ocupam cargos políticos (AGRAWAL e KNOEBER, 2000; HELLAND e SYKUTA, 2003; HILLMAN, 2005; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2008) em empresas da administração direta ou indireta, ou foram eleitos em cargos políticos, tanto no âmbito Municipal, Estadual ou Federal. Verificou-se que no período de 1999 a 2008 existe um total de 3.501 vagas ocupadas por conselheiros que possuem alguma experiência política (tabela 4). O total de conselheiros conectados politicamente representa 29% das vagas de conselheiros das empresas. A classificação dos conselheiros políticos com experiência seguiu a natureza jurídica das empresas públicas, conforme instituído pelo artigo. 4º do Decreto-lei 200/67.

Diferenciaram-se os políticos com experiências nas administrações diretas e indiretas dos políticos que ocupam cargos eletivos, como, por exemplo, vereadores, prefeitos, deputados, senadores e governadores, devido às características normativas e legislativas da regulação. Para efeitos de classificação, optou-se por incluir os conselheiros que tiveram experiências em cargos do judiciário juntamente com os conselheiros da administração indireta. Os resultados apontam percentuais de 12% (administração direta), 15% (administração indireta) e 2% (eletivos) na relação com o total da amostra, ou seja, apenas 2% dos conselheiros das empresas reguladas exercem ou exerceram cargos políticos eletivos. O setor de Utilidade Pública apresenta a maior concentração de conselheiros com experiência política (76%), contra apenas 24% dos demais setores, é também o setor com o maior número de empresas (51%).

Estes dados permitem concluir que o processo regulatório brasileiro exige das empresas estratégias políticas corporativas mais voltadas para a esfera burocrática administrativa que para a esfera legislativa. Talvez por estarem institucionalizadas e normatizadas, no Brasil, as contribuições políticas das empresas aos candidatos, não se fazendo necessária a estratégia de conexões políticas por meio do Conselho de Administração com políticos eleitos (BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2008). Estes resultados corroboram com Helland e Sykuta (2003). Os autores afirmam que, as empresas reguladas usam conselheiros com experiência política, principalmente devido a seus conhecimentos sobre o ambiente regulado, do que para o controle e

monitoramento da gestão. A descrição do número de conselheiros conectados politicamente com o tipo de organização política está detalhada na Tabela 4.

Tabela 4 – Conexões políticas dos conselheiros

Nome do Setor	Formas de Conexões			Total das Conexões		Nº Conselheiros Fornecedores de recursos
	Administração Direta	Admin. Indireta	Políticos Eleitos			
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	37	35	9	81	2%	21
Materiais Básicos	35	74	4	113	3%	42
Construção e Transporte	122	169	5	296	8%	130
Telecomunicações	81	257	2	340	10%	131
Utilidade Pública	1169	1269	233	2671	76%	545
Total	1444	1804	253	3501	100%	869
% da Amostra	12%	15%	2%	29%		7%

Fonte: Dados Primários (2010)

Os percentuais de 12% e 15% de conselheiros conectados na administração direta e indireta podem representar a dependência das empresas reguladas brasileiras perante o governo. Essa dependência provavelmente relaciona-se à teoria da captura (STIGLER, 1971) com a necessidade de buscar rendas (KRUEGER, 1974) ou a possibilidade de amenizar os impactos e encargos impostos pela regulação (SCHULER, 1999; SCHULER, REHBEIN e CRAMER, 2002). Outra possibilidade de justificativa dessas conexões relaciona-se com o interesse das empresas por informações técnicas relevantes que os conselheiros com experiências políticas possuem e, com isso, elas podem melhor definir suas estratégias com os reguladores quanto à negociação de taxas, contratos e rendas.

Dentre os conselheiros com experiência política, procurou-se verificar se havia conselheiros que ocuparam cargos em empresas que poderiam ser fornecedoras de recursos, como por exemplo, bancos e fundos de pensão de empresas governamentais (tabela 4). Encontraram-se 869 vagas ocupadas. Elas representam 25% das vagas de conselheiros conectados politicamente e 7% do total da amostra. O setor com maior relação de conexões em empresas fornecedoras de recursos é o de Utilidade Pública, com uma proporção de 8,38 vagas de conselheiros conectados por empresa seguido pelo setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis com 7. O objetivo aqui foi verificar se esses conselheiros podem favorecer as empresas na

alavancagem, embora Booth e Deli (1996), Byrd e Mizruchi (2005) já tivessem comprovado que quando um conselheiro é afiliado a uma instituição financeira, as empresas afiliadas possuem dívidas globais inferiores, talvez por interesse em proteger o banco, desencorajam a empresa a retirar empréstimos de outros bancos.

Outra constatação foi a relação das conexões políticas entre as empresas e os mandatos presidenciais dos governos de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002) e Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2006) (BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2008). A tabela 5 representa essa relação por meio das médias das empresas em cada mandato, suas vagas de conselheiros, o número médio das empresas conectadas e o número de conselheiros conectados, conforme os mandatos presidenciais entre 1999 e 2008.

Tabela 5 – Empresas e Conselheiros Conectados X mandatos presidenciais

Governo	Nº Empresas	Nº Conselheiros	Nº. Empresas Conectadas	Nº. Conselheiros. Conectados
2º. Mandato FHC	94	1038	58	295
1º. Mandato Lula	119	1291	88	392
2º. Mandato Lula*	127	1343	91	376
Média	113	1224	79	354

Fonte: Dados Primários (2010)

*para os anos de 2007 e 2008

Pode-se verificar que a média de conselheiros conectados no primeiro mandato do presidente Lula é 33% maior que a média dos conectados do segundo mandato do presidente FHC, com uma diminuição do número médio de conselheiros conectados no segundo mandato do presidente Lula. Esse fato ocorre, provavelmente, porque nesse período o país já vivencia o processo de estabilização econômica e, com isso, é possível que as empresas tenham iniciado a mudança da estratégia corporativa, mudando-se o foco, que sai da adequação em processos regulatórios e, volta-se para o processo produtivo. Já a variação da média das empresas teve um aumento de 51%. Em média, 80% das empresas são conectadas politicamente no Brasil e 29% dos conselheiros têm alguma relação profissional com a política. Se comparados os dados dentro do mandato, no primeiro e último ano de cada mandato, ou seja, uma variação interna entre os anos do mesmo mandato, verifica-se que o segundo ano do governo FHC apresenta um crescimento de 64% no

número de conselheiros conectados, contra 14% no primeiro mandato do governo Lula.

Com o intuito de fazer uma comparação entre as empresas que têm ou tiveram em seus Conselhos de Administração, conselheiros que exerceram mandatos e que possuem ou possuíram experiência profissional em algum órgão público, fez-se uma primeira análise descritiva dos indicadores financeiros coletados para se avançar e direcionar as análises. A tabela 6 apresenta os indicadores para o período, suas médias e o percentual da comparação entre as médias das empresas conectadas em relação às médias dos indicadores das empresas não conectadas.

Tabela 6 – Indicadores Econômicos X Diferença nas médias

Indicador/ Médias	Conectadas	Não Conectadas	% Diferença
ROS	0,0870	0,1425	-63,83
ROE	0,0043	0,0614	-1.329,74
ROA	0,0377	0,0877	-132,63
ALAVANCAGEM	2,7131	5,1864	-91,16
TX. CRESCIMENTO RECEITA BRUTA	0,2186	0,2002	8,38
TAXA VAR. ELP	0,4363	0,5126	-17,48
ENDIVIDAMENTO LP	0,7927	0,3740	52,82
TAXA VAR. ELP SOBRE PL	1,4227	3,1749	-123,17

Fonte: Dados Primários (2010)

Quando comparados os indicadores apresentados na tabela 6, percebe-se que as empresas conectadas politicamente apresentam médias de desempenho (ROS, ROE e ROA) e alavancagem menores que as médias das empresas não conectadas. Isso resulta na aceitação das hipóteses nulas (quadro 8). Estes resultados corroboram com os resultados de Fan *et al.*, (2007); Faccio (2007) e Boubakri, Cosset e Saffar (2008). Nas diferenças das médias, verifica-se que as empresas conectadas apresentam um percentual menor de utilização de capital de terceiros com - 91% (Alavancagem) e -123% (ELP/PL) do que as médias das empresas com não conexões políticas, apoiando os achados de Schuler (1996), Schuler, Rehbein e Cramer (2002), ou seja, as empresas se conectam politicamente como alternativa para corrigir seus problemas financeiros. Por outro lado, quando comparado o comprometimento de capital de terceiros com o Ativo Total, percebe-se

que as empresas conectadas têm uma proporção de 52,82% a mais que as empresas não conectadas, isso significa que as conectadas utilizam do capital de terceiros para investimentos em ativos, ou seja, contraem dívidas para financiar seus ativos (TAGGART, 1985; BESLEY e BOLTEN, 1990; KLEIN, PHILIPS e SHIU, 2002; BORTOLATTI *et al.*, 2010).

O objetivo da investigação foi analisar as conexões políticas (HILLMAN, CANNELLA e PEATZOLD, 2000; AGRAWAL e KNOEBER, 2000; FISMAN, 2001; HELLAND e SYKUTA, 2003; HILLMAN, 2005; FACCIO, 2006; FACCIO, MASULIS e MCCONNELL, 2006b; GOLDMAN, ROCHOLL e SO, 2008) das firmas reguladas no Brasil, por meio dos membros do Conselho de Administração, no período de 1999 a 2008, e os efeitos no desempenho econômico financeiro e na alavancagem. Quando se analisa o desempenho, verifica-se que a taxa média de crescimento da receita das empresas conectadas é superior em 8,38%, o que pode indicar um esforço de “busca de renda” (*rent-seeking*) (DOWNS, 1957; BUCHANAN e TULLOCK, 1962; TULLOCK, 1967; KRUEGER, 1974). Esse resultado não se transfere para o lucro líquido porque as empresas não conectadas invertem os resultados finais com percentuais médios superiores em 64% em um Retorno sobre Vendas e em 1.330 % a mais nas médias do ROE.

Para comparar as médias dos indicadores das empresas conectadas e não conectadas em um nível de significância de 5%, realizou-se o teste t das variáveis. Os resultados são apresentados na tabela 7.

Tabela 7 – Sumário da Comparação Estatística das Conectadas e Não Conectadas

Variável	Conectadas	Não Conectadas	Diferença	Valor t	Valor p
	Média	Média			
Variáveis Dependentes					
ROA	0,0377	0,0877	-0,0501	-0,8377	0,8185
ROE	0,0043	0,0614	-0,0571	-0,3424	0,5463
ROS	0,0870	0,1424	-0,0555	-0,3093	0,6660
ALAV	2,7131	5,1864	-2,4732	-1,8303	0,0029
Variáveis Independentes					
Ln RECEITA BRUTA	14,8514	13,3438	1,5077	4,4229	0,8527
TAXA DE CRESCIMENTO RB	0,2186	0,2002	0,0183	0,2160	0,2558

Variável	Conectadas	Não Conectadas	Diferença	Valor t	Valor p
	Média	Média			
TAXA VAR. EXLP/PL	1,4227	3,1749	-1,7523	-2,2483	0,0001
ENDIVIDAMENTO LP	0,7927	0,3740	0,4187	0,5769	0,5588
TAXA ELP	0,4363	0,5126	-0,0763	-0,3309	0,3824
Ln CONECTADAS	3,0969	0,3144	2,7825	12,8799	0,0553
LN POLÍTICOS	1,6755	0,1826	1,4930	6,3715	0,0000

Fonte: Dados Primários (2010)

Nota-se na tabela 7 que todas as estatísticas t das variáveis dependentes que medem desempenho não foram significativas no nível de 0,05 de confiança, o que torna não aceitas as hipóteses H1 (quadro 8), ou seja, não existe significância estatística quanto ao desempenho. Já em relação ao endividamento, o teste t é significativo na variável Alavancagem e, assim, confirma-se que as médias não são iguais, mas para a pesquisa, a hipótese H2 também é rejeitada, porque as médias das empresas não conectadas são maiores. Assim sendo, pode-se perceber que as conexões políticas não interferem na alavancagem das empresas reguladas brasileiras. Essa descoberta contraria os resultados encontrados em Taggart (1985), Besley e Bolten (1990), Spiegel e Spulber (1994), Klein, Philips e Shiu (2002), Faccio (2007) e Bortolatti *et al.*, (2010). A Taxa de Variação do Exigível a Longo Prazo também apresenta significância e provavelmente, relaciona-se à necessidade de investimentos que os setores apresentam devido à recente privatização dessas atividades pelo governo brasileiro.

As análises do teste t das médias das variáveis demonstram que as empresas reguladas brasileiras conectadas não sofrem influência das conexões políticas de seus Conselhos de Administração quando se compara o desempenho econômico, mas têm significância na Alavancagem com indicador negativo. Pode-se inferir que se as empresas se conectam porque necessitam de recursos financeiros e utilizam dessas conexões para elevar sua taxa de alavancagem. Justifica-se essa estratégia devido às baixas médias de retorno (ROA, ROE) que as empresas apresentam e que comprovam a não geração de recursos próprios, exigindo a conexão para conseguir contratos de financiamento. Como constatação disto, resume-se no quadro 8 a verificação das hipóteses quanto ao teste das médias do desempenho (H1) e da Alavancagem (H2) com os respectivos índices e resultados.

Hipóteses	Estatística t	p ($\alpha = 0,05$)	Resultado
H1 ROA	-0,8377	0,8185	Não Aceita
H1 ROE	-0,3424	0,5463	Não Aceita
H1 ROS	-0,3093	0,6660	Não Aceita
H2 ALAVANCAGEM	-1,8303	0,0029	Não Aceita

Quadro 8 – Resultado da Análise do teste t
Fonte: Dados Primários (2010)

De tal modo, conclui-se que, se o uso de conselheiros com experiência política (29%) não interfere nos resultados econômicos financeiros e no crescimento da alavancagem das empresas, sua prática está ligada ao ambiente regulatório e, provavelmente, relacionada com a diminuição dos efeitos da regulação (HELLAND e SYKUTA, 2003), busca de informações relevantes (HILMAN, KEIM e SCHULER, 2004) e aconselhamento da gestão, para que ela possa “navegar” pelo ambiente regulado (HELLAND e SYKUTA, 2003).

Para melhor entender o comportamento das empresas, elaborou-se uma tabela que classifica as empresas de acordo com seu tamanho, considerou-se como tamanho o valor do faturamento (receita bruta). Para separar as empresas, utilizou-se a variável Ln RECEITA BRUTA (HILLMAN, 2003, 2005; LI *et al.*, 2008; BOUBAKRI, COSSET e SAFFAR, 2008). Foi calculada a média dessa variável para cada uma das subamostras (conectadas e não conectadas) e delas extraíram-se também os respectivos indicadores, separando-os entre as maiores e menores empresas. O resultado é apresentado na tabela 8.

Tabela 8 – Menores e Maiores - Relação com o Tamanho das Empresas

Indicador	Conectadas			Não Conectadas		
	Maiores em RB	Menores em RB	% Difer.	Maiores em RB	Menores em RB	% Difer.
ROS	0,1601	0,0166	89,62	0,1931	0,0780	59,62
ROE	-0,0633	0,0693	-209,46	0,0896	0,0255	71,53
ROA	0,0855	-0,0083	109,68	0,0745	0,1046	-40,33
ALAVANCAGEM	3,1206	2,3214	25,61	4,3766	6,2170	-42,05
TAXA CRESCIMENTO RECEITA BRUTA	0,2385	0,1994	16,38	0,2177	0,1780	18,26
TAXA DE VAR. ELP	0,4463	0,4267	4,38	0,3880	0,6711	-73,00
ENDIVIDAMENTO LP	0,3717	1,1976	-222,22	0,3996	0,3414	14,57
ELP SOBRE PL	1,5444	1,3056	15,46	2,8814	3,5485	-23,15
Tamanho médio em Relação Ln(RB)	14,85			13,34		

Fonte: Dados Primários (2010)

As empresas conectadas (14,85) são maiores do que as empresas não conectadas (13,34), o que confirma os resultados de Keim e Baysinger (1988), Boubakri, Cosset e Saffar (2008), que alegam serem as empresas americanas maiores e mais politicamente ativas. Por outro lado, as empresas conectadas maiores apresentam uma média do ROE negativa, contrária as conectadas menores com média positiva. Isto significa que entre as empresas conectadas, as maiores têm um retorno sobre o Patrimônio em média 209% menor que as médias das conectadas menores. Resultado que corrobora com a pesquisa de Boubakri, Cosset e Saffar (2008). Essa realidade pode justificar a média maior da alavancagem (25%) e do Exigível a Longo Prazo (15%) nas empresas conectadas maiores, como também, confirmar a teoria de que as empresas reguladas tendem a contrair dívidas para forçar o aumento das tarifas (BORTOLOTTI *et.al.*, 2010).

Apesar de serem as empresas maiores as que podem apresentar maior faturamento por terem maior capacidade produtiva, verifica-se que, tanto nas empresas conectadas como nas não conectadas, há um maior crescimento na “taxa de crescimento da receita bruta” nas empresas de tamanho menor. Esta é uma constatação que merece ser aprofundada em futuros trabalhos.

Após a análise descritiva dos dados, efetuaram-se os cálculos estatísticos no software SPSS Statistics e aplicou-se a técnica de regressão múltipla para explicar o comportamento das variáveis.

4.2 ANÁLISES DE REGRESSÃO MÚLTIPLA

Para complementar as respostas às perguntas de pesquisa e verificação das hipóteses aqui levantadas, definiram-se modelos de equações com a aplicação da técnica de regressão múltipla (HAIR JR *et al.*, 2006; CUNHA e COELHO, 2007). As primeiras três equações pretendem responder à primeira questão de pesquisa (1) que questiona: se a prática de estratégias políticas corporativas por meio de, no mínimo, um conselheiro com experiência política no Conselho de Administração das empresas reguladas pode gerar maior desempenho econômico? Para responder tal

pergunta testaram-se as variáveis dependentes ROA (Média do Retorno Operacional sobre o Ativo), ROE (Média do Retorno sobre Capital Próprio) e ROS (Média do Retorno sobre Vendas). Os coeficientes de Regressão podem ser observados nas tabelas 9, 10 e 11.

Tabela 9 - Coeficientes do modelo de regressão ROA (estágio 1)

Equação	Coeficientes não padronizados		Coeficiente Padronizado	t	Sig.	Estatística de colinearidade	
	B	Erro-padrão	Beta			Tolerância	VIF
1 (Constante)	-0,6518	0,2061		-3,1632	0,0020		
Ln RECEITA BRUTA	0,0494	0,0149	0,3021	3,3050	0,0012	0,8365	1,1955
Ln CONECTADAS	-0,0214	0,0168	-0,1178	-1,2752	0,2047	0,8195	1,2202
TAXA DE CRESCIMENTO RB	0,1629	0,0596	0,2306	2,7338	0,0072	0,9828	1,0175
TAXA VAR. EXLP/PL	0,0001	0,0064	0,0012	0,0140	0,9889	0,9603	1,0413
R2	R2 Ajust	SEE	F				
0,1471	0,1191	0,251	5,2594				

Dependent Variable: ROA

Fonte: Dados Primários (2010)

A primeira equação testada foi a que relaciona a variável independente ROA em relação ao tamanho da empresa, conselheiros políticos conectados, taxa de crescimento da receita bruta e taxa de variação do Exigível a Longo Prazo sobre o patrimônio líquido. Os resultados dos coeficientes de regressão e determinação estão expressos na tabela 9.

Como pode ser observado, o conjunto de variáveis independentes tem pouca explicação sobre a variável dependente (14,71%), ou seja, das variações que ocorrem no ROA das empresas brasileiras reguladas, dos setores com Agências de Regulação em atividade e com ações negociadas na BM&FBOVESPA, apenas 14,71% são em média explicadas pelo tamanho da empresa, suas conexões políticas nos Conselhos de Administração a taxa de crescimento da Receita Bruta e a Taxa de Variação do Exigível a Longo Prazo. A variável Ln CONECTADAS, que representa as conexões políticas dos Conselhos de Administração tem coeficiente de determinação próximo a zero e, se comparada com o teste t, conclui-se que ela não pode ser utilizada como fins preditivos da variável dependente. As conexões

políticas por meio dos Conselhos de Administração nas Empresas Reguladas não têm relação com a variação do ROA.

Para o teste da variável dependente ROE, alterou-se em relação à regressão da variável ROA, a variável TAXA VAR. EXLP/PL pela variável TAXA DO ELP porque a esta tem, conceitualmente, em sua fórmula de apuração, o mesmo denominador (Patrimônio Líquido) que o ROE, e isso gera erro de medida e alta colinearidade entre as variáveis. A tabela 10 apresenta os coeficientes da regressão da equação e o coeficiente de determinação das variáveis independentes com ROE.

Tabela 10 - Coeficientes do modelo de regressão ROE (estágio 2)

Equação	Coeficientes não padronizados		Coeficiente padronizado	t	Sig.	Estatística de colinearidade	
	B	Erro-padrão	Beta			Tolerância	VIF
1 (Constante)	0,941	0,591		1,594	0,113		
Ln RECEITA BRUTA	-0,049	0,042	-0,109	-1,164	0,247	0,788	1,269
Ln CONECTADAS	-0,010	0,045	-0,020	-0,226	0,821	0,848	1,180
TAXA DE CRESCIMENTO RB	-0,566	0,169	-0,288	-3,351	0,001	0,929	1,076
TAXA DO ELP	-0,085	0,020	-0,370	-4,175	0,000	0,872	1,147
R2	R2 Ajust	SEE	F				
0,163	0,136	0,6920	5,953				

Dependent Variable: ROE

Fonte: Dados Primários (2010)

A regressão apresenta um pequeno acréscimo do coeficiente de determinação no que diz respeito à equação 1. As variáveis independentes explicam em 16,3% as variações que podem ocorrer na variação do ROE das empresas reguladas brasileiras. O coeficiente padronizado Beta da variável TAXA DO ELP apresenta maior valor entre as variáveis independentes, o que aponta ser ela a responsável pela melhora do coeficiente de determinação. Por outro lado, a variável Ln CONECTADAS, que representa as conexões políticas dos Conselhos de Administração, mantém coeficiente de determinação próximo a zero e, se comparado com o teste t, indica que ela não pode ser utilizada como fins preditivos da variável dependente ROE, ou seja, as conexões políticas dos conselheiros também não têm relação com a variável dependente ROE.

Outro teste que objetivou verificar se o desempenho relacionado ao Retorno sobre Venda é explicado pelas estratégias políticas corporativas das empresas reguladas foi definido na equação 3. Seu resultado está representado na tabela 11. Nela se apresenta os coeficientes de regressão e determinação. Aqui também se alterou as variáveis explicativas para se evitar erros de medida.

Tabela 11 - Coeficientes do modelo de regressão ROS (estágio 3)

Equação	Coeficientes não padronizados		Coeficiente padronizado	t	Sig.	Estatística de colinearidade	
	B	Erro-padrão	Beta			Tolerância	VIF
1 (Constante)	-1,379	0,500		-2,761	0,007		
Ln CONECTADAS	-0,010	0,050	-0,019	-0,206	0,837	0,886	1,129
Ln ATIVO TOTAL	0,110	0,038	0,268	2,919	0,004	0,894	1,119
TAXA VAR. EXLP	-0,042	0,068	-0,054	-0,619	0,537	0,986	1,014
R2	R2 Ajust	SEE	F				
0,071	0,048	0,78155	3,130				

Dependent Variable: ROS

Fonte: Dados Primários (2010)

Da mesma forma que nas equações anteriores, nota-se um baixo poder explicativo do valor de R^2 com a variável dependente ROS. Os coeficientes das variáveis independentes não são significantes.

Os resultados das regressões testadas nas equações que explicam as variáveis dependentes ROA, ROE e ROS confirmam a hipótese nula (h_1), isto é, não há relação estatística entre o desempenho das empresas reguladas brasileiras e as conexões políticas dos conselheiros dos Conselhos de Administração dessas empresas, coerente com as conclusões de Banker, Das e Ou (1997), Faccio e Parsley, (2007), Boubakri, Cosset e Saffar, (2008) e Faccio (2009).

Por outro lado, pode-se inferir que, por existir um percentual de 80% das empresas com conexões e 29% dos conselheiros conectados politicamente, as empresas adotam as conexões políticas para diminuir os efeitos da regulação, com negociação de normas que permitam a reestruturação das empresas para obter vantagem competitiva futura (SHAFER, 1995).

Outra questão de pesquisa que se pretende verificar é se existe uma relação estatística significativa entre conselheiros com experiência política em empresas públicas que podem fornecer recursos financeiros para empresas reguladas brasileiras e o seu crescimento em alavancagem. Para efetuar essa verificação, calculou-se a regressão múltipla para o estágio 4. Na tabela 12 apresentam-se os coeficientes de regressão e determinação da variável dependente ALAVANCAGEM.

Tabela 12 - Coeficientes do modelo de regressão ALAVANCAGEM (estágio 4)

Equação	Coeficientes não padronizados		Coeficiente padronizado	t	Sig.	Estatística de colinearidade	
	B	Erro-padrão	Beta			Tolerância	VIF
1 (Constante)	4,685	5,046		0,928	0,355		
Ln RECEITA BRUTA	-0,019	0,359	-0,005	-0,053	0,958	0,857	1,167
TAXA DO ELP	-0,260	0,531	-0,044	-0,490	0,625	0,987	1,013
TAXA DE CRESCIMENTO RB	0,275	1,469	0,017	0,187	0,852	0,955	1,047
LN POLITICOS	-0,919	0,484	-0,182	-1,898	0,060	0,855	1,169
R2	R2 Ajust	SEE	F				
0,036	0,004	6,099	1,126				

Dependent Variable: ALAVANCAGEM

Fonte: Dados Primários (2010)

A tabela 12 indica que as variações dos valores das variáveis independentes não representam uma variação significativa (3,60%) na variável dependente ALAVANCAGEM. Assim, a hipótese H2 não é aceita e se conclui que não existe uma relação estatística significativa entre empresas que possuem conselheiros com experiência política em instituições públicas que podem fornecer recursos financeiros para empresas reguladas brasileiras com o endividamento. Dessa forma, as empresas brasileiras reguladas não adotam como estratégia corporativa o uso de conselheiros políticos com experiências em instituições fornecedoras de recursos para alavancagem (SPIEGEL e SPULBER, 1994; BORTOLATTI *et al.*, 2010) e o aumento de preços.

5 CONCLUSÕES

O surgimento de grandes corporações, mais a abertura do mercado de capitais, modificou a estrutura de capital das empresas e separou a propriedade do controle. Esses fatos desencadearam a distribuição da propriedade das empresas para o meio externo e, juntamente com a necessidade de diminuição do tamanho do estado, permitiu-se a privatização de empresas públicas em setores considerados estratégicos. Para que a sociedade e o governo pudessem acompanhar a prestação dos serviços, antes fornecidos pelo Estado, criou-se a figura das Agências Reguladoras. Por outro lado, as empresas privadas, prestadoras dos serviços e com propriedade distribuída nessa mesma sociedade, têm acompanhamento direto de seus proprietários por meio do Conselho de Administração, principal instrumento da governança corporativa. Considerando-se esse contexto, o estudo verificou a prática de governança das empresas reguladas, suas estratégias políticas e os efeitos dessas estratégias no desempenho econômico e na alavancagem das empresas.

A pesquisa permitiu visualizar a realidade dos Conselhos de Administração das empresas brasileiras reguladas. Os resultados mostram que, em média, os Conselhos de Administração dessas empresas têm dez conselheiros em cada uma delas. Sua composição é na maioria de conselheiros externos (59%) (*outsiders*), porém, os conselheiros *insiders* totalizam 41%, o que pode ser relacionado à Teoria da Agência e permite concluir que os conselhos das empresas brasileiras reguladas privilegiam os “agentes” em detrimento ao “principal”.

Percebe-se do mesmo modo que, as empresas não seguem o código de boas práticas de governança corporativa da BM&FBOVESPA e do IBGC com percentual de conselheiros independentes (1,2%) e representantes dos empregados (0,8%). Isto pode ser um indicativo de baixo grau de governança das empresas reguladas e/ou não ser um ponto importante para o regulador. Doze por cento das vagas de conselheiros são ocupadas por conselheiros com formação jurídica, o que indica ser uma necessidade do sistema regulador, o assessoramento jurídico dos conselhos pela peculiaridade normativa e legal da regulação. Assim, mais que preocupados com a governança, as empresas estão preocupadas com a regulação.

O objetivo desta pesquisa foi analisar as conexões políticas das firmas reguladas no país, por meio dos membros do Conselho de Administração, no período de 1999 a 2008, e os efeitos no desempenho econômico financeiro e na alavancagem. Conseguiu-se atingir o objetivo por meio da coleta, tratamento e análise dos dados de 127 empresas. Verificou-se que 80% das empresas estão conectadas politicamente com, no mínimo, um conselheiro com experiência política. O setor de Utilidades Públicas é o que possui maior número de empresas e, conseqüentemente, de conselheiros com conexões políticas (76%). Já o percentual de conselheiros conectados é de 29% e, na sua maior parte com passagem na administração direta (12%) e indireta (15%). Estes dados permitem concluir-se que é possível que o sistema de regulação brasileiro exija maior atenção das empresas nas relações burocráticas e processuais do que nas relações legislativas, pois apenas 2% dos conselheiros têm conexões em cargos político eletivos. Por outro lado, pode haver outras explicações, como ocupar cargos e atender afetos ou mesmo, a busca de rendas e de informações relevantes sobre o ambiente regulador para negociação de contratos e taxas.

Ao considerar os mandatos presidenciais, constatou-se um crescimento (64%) no número de conselheiros conectados no segundo mandato do governo de FHC e uma variação de 33% entre as médias do último mandato de FHC e o primeiro mandato do presidente Lula, com tendência de baixa da variação no segundo mandato deste. Essa diminuição da variação de conexões pode ser consequência da estabilização da economia ou mesmo a atenção pode estar voltada para o mercado que é político-corporativo.

Na análise da relação das conexões políticas com o desempenho constatou-se que estatisticamente as conexões políticas por meio dos Conselhos de Administração não apresentam significância estatística com o desempenho das empresas reguladas brasileiras. Na relação com o endividamento, as conexões políticas dos conselheiros também não foram comprovadas estatisticamente. Apesar de não representar mudanças no desempenho das empresas, verificou-se que, em média, as empresas conectadas contraem mais recursos a Longo Prazo que as não conectadas (52%). Tais constatações podem representar a realidade das empresas reguladas brasileiras que foram privatizadas e juntamente com a economia em

crescimento, necessitaram das conexões para se adequar à regulação e aprovar projetos de ampliação. Os recursos captados no longo prazo atenderiam à necessidade de grandes investimentos em infraestrutura, ocasionada pelos poucos investimentos ocorridos quando as empresas não eram privadas. O percentual de 29% de conselheiros conectados pode ser indicativo também da necessidade de negociação de contratos, principalmente nos anos iniciais do processo de privatização, já que no último mandato do governo FHC teve um crescimento de 64% nas empresas conectadas. Isso pode significar que a estratégia política corporativa pode ser mais necessária em momentos de negociação da regulação do que em momentos de expansão ou manutenção da regulação.

Outra constatação é que, as empresas reguladas brasileiras utilizam-se do Conselho de Administração para obter resultados ligados aos processos normativos da regulação, como por exemplo, a busca de informações relevantes, em detrimento das funções estratégicas, de acompanhamento e controle da gestão. Essa afirmação justifica-se pela existência de um significativo número de conselheiros executivos (41%), do percentual de conselheiros com formação jurídica (12%) e da fraca representatividade dos conselheiros independentes (1,2%).

A publicação de informações na CVM e na BM&FBOVESPA permitiu a realização da pesquisa. Por meio de acesso eletrônico, tabularam-se em planilhas eletrônicas os dados das empresas, dos Conselhos de Administração e a separação dos conselheiros que exercem ou exerceram atividades profissionais em cargos públicos. Os Conselhos de Administração de 127 empresas foram investigados e complementados com informações econômicas que resultaram na base de dados de análise.

O estudo apresenta como limitações as dificuldades de se estabelecer o mandato dos conselheiros e comprovar a veracidade das informações profissionais dos conselheiros, já que estas são alimentadas pelas empresas e não apresentam comprovação. A captura das conexões políticas dos conselheiros levou em conta somente a experiência política formal; a pesquisa não considerou as experiências informais ou indiretas entre conselhos ou provenientes das relações sociais dos conselheiros.

Em futuros trabalhos, recomenda-se pesquisar nas empresas os tipos de estratégias utilizadas e/ou medir os resultados diretos das estratégias políticas corporativas adotadas em cada setor, como por exemplo: alterações contratuais; vendas diretas ao governo, etc. Com isso, tem-se a afirmação do uso de Estratégias não-mercantis pelas empresas e a medida do seu resultado. Outro estudo, refere-se à pesquisa da percepção dos conselheiros conectados politicamente e dos diretores conselheiros, com a finalidade de definir um modelo de conexões políticas brasileiro e de Estratégias Políticas Corporativas, bem como suas relações com o poder e o desempenho. Pode-se também, investigar toda a amostra de empresas listadas na BM&FBOVESPA e analisar as conexões políticas entre empresas conectadas e não conectadas, independentemente do regime regulatório. Finalmente, pode-se analisar a interdependência, seguindo, por exemplo, o modelo proposto por Shaffer (1995) e, com isso, verificar o comportamento das empresas quanto às Estratégias Políticas Corporativas (CPA) para se avançar nos estudos e nas consequências dessa prática para a sociedade e firmas.

6 REFERÊNCIAS

ADAMS, R. B. HERMALIN, B. E., WEISBACH, M. S. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: a conceptual framework & survey. **Social Science Research Network electronic library** v. 9 abr. 2009<at: <http://ssrn.com>>. Acesso em: 6 de junho de 2009.

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. Do Some Outside Directors Play a Political Role? **Social Science Research Network electronic library** April, 2000.<at: <http://ssrn.com>>. Acesso em: 6 de jun. de 2009.

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

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ANSOLABEHRE, S. D.; SNYDER, J. M.; UEDA, M. Did firms profit from soft money? **Election Law Journal**, v. 3, p.193-198, 2004.

ARAGÃO, A. S. **Regulação da economia: conceito e características contemporâneos**. In: PECL, A. (Org.) *Regulação no Brasil: desenho, governança, avaliação*. São Paulo: Atlas, 2007.

ARROW, K. J. The economics of agency. *In: PRATT; ZECKHAUSER. Principals and agents: the structure of business*. Harvard Business School Press, p. 37-51, 1985.

APLIN, J.; HEGARTY, W. Political influence: Strategies employed by organizations to impact legislation in business and economic matters. **Academy of Management Journal**, 23, 438-450. 1980.

BĂDULESCU, D.; BĂDULESCU, A. Theoretical Background of Corporate Governance. **University of Oradea, Faculty of Economics, ANNALS of the ORADEA UNIVERSITY. Fascicle of Management and Technological Engineering**, v. VII (XVII), 2008.

BAKER, M.; GOMPERS, P. A. The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering. **Journal of Law and Economics**. v. 46 (2), p. 569–597, 2003.

BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. The Contingent Value of Business Group Affiliation: The Case of Debt Financing in Brazil. In: XXXII Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro. **Anais**, 2008.

BANKER, R.; DAS, S.; OU, C. Shareholder wealth effects of legislative events: The case of airline deregulation. **Public Choice**, v. 91, p. 301–331, 1997.

BARNEY, J; HESTERLY, W. Organizational economics: understanding the relationship between organizations and economic analysis. In: CLEGG, S; HARDY,

C; NO RD, W. (Ed) **Handbook of organization studies**. London: Sage, p. 115-147. 1996.

BARON, D. P. Integrated strategy: Market and nonmarket components. **California Management Review**, v. 37, p. 47-65, 1995a.

BARON, D. The nonmarket strategy system. **Sloan Management Review**. v. 37(1), p. 73–86, 1995b.

BARON, D. P. Integrated strategy, trade policy and global competition. **California Management Review**, v. 39(2), p. 145–169, 1997.

BARON, D. P. Competitive Lobbying and Supermajorities in a Majority-Rule Institution. **Scandinavian Journal of Economics**. v. 108, p. 607-642, 2006.

BAYSINGER, B. Domain maintenance as an objective of business political activity: An expanded typology. **Academy of Management Review**, 9: 248-258, 1984.

BAYSINGER, B.; BUTLER, H. Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. **Journal of Law, Economics and Organization**, 1: 101-134, 1985.

BEBCHUK, L. A. e COHEN, A. The costs of entrenched boards, **Journal of Financial Economics**, v.78, 2, p. 409-433, 2005.

BECKER, G. S. A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence. **Quarterly Journal of Economics** nr. 98(3), p. 371–400, 1983.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate Governance and Control. SSRN-**Social Science Research Network electronic library** at: <http://ssrn.com/abstract_id=343461>. Acesso em: 11 set. 2009, aug. 2005.

BENTLEY, A. **The process of government**. Bloomington, IN:Principia Press. 1935.

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

BERTRAND, M.; KRAMARZ, F.; SCHOAR, A.; THESMAR, D. Politically Connected CEOs and Corporate Outcomes: Evidence from France, working paper. 2006.

BESLEY S.; BOLTEN E. What Factors Are Important in Establishing Mandated Returns? **Public Utilities Fortnightly**, v.125, p. 26-30, 1990.

BHAGAT, S.; JEFFERIS, J. R. H. **The econometrics of corporate governance studies**, 2 ed., The MIT Press, 127 p., Marco, 2005.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**. v.14, p. 257–273, 2008.

BLOCK, S. The role of nonaffiliated outside directors In monitoring the firm and the effect On shareholder wealth. **Journal of Financial and Strategic Decisions**. v.12, n.1, 1999.

BOEHM, F. Regulatory Capture Revisited – Lessons from Economics of Corruption. Work Paper. 2007.

BORTOLOTTI, B.; CAMBINI, C.; RONDI, L.; SPIEGEL, Y. Capital Structure and Regulation: Do Ownership and Regulatory Independence Matter?. Electronic copy available at: This draft:, 2010.

BONARDI, J.P. 2004. Global and political strategies in deregulated industries: The asymmetric behaviors of former monopolies. **Strategic Management Journal**. v. 25, p.101–120, 2004.\

BONARDI, J. P.; HILLMAN, A. J.; KEIM, G. D. The Attractiveness of Political Markets: implications for firm strategy. **The Academy of Management Review**, Vol.30(2), p. 397-413, 2005.

BONARDI, J.P.; HOLBURN, G. L. F.; VANDEN BERGH, R. G. Nonmarket strategy performance: evidence from U.S. electric utilities. **Academy of Management Journal**, v.49, n.6, p.1209-1228, 2006.

BOOTH, J.; DELI, D.N. Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs. **Journal of Financial Economics**. v. 40 (1), p. 81–104, 1996.

BOOTH, J.; DELI, D.N. On executives of financial institutions as outside directors. **Journal of Corporate Finance**. v.5, p. 227–250, 1999.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.C.; SAFFAR, W. Politically connected firms: an international event study. Unpublished working paper. Electronic copy available 2009<at: <http://ssrn.com/abstract=1242402>> Acesso em: 12 dez. 2009

BM&FBOVESPA, Bolsa de Mercadorias & Futuros Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, 2009. <<http://www.bm&fbovespa.com.br>>. Acesso em: 12 dez. 2009

BHAGWATI, J. Directly Unproductive, Profit-seeking (DUP) Activities. **Journal of Political Economy**. v. 90, n. 5, p. 988-1002, 1982.

BRIGHAM, E. F.; WESTON, J. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BRUNI, A. L. **Estatística aplicada à gestão empresarial**. Ed. Atlas S.A. São Paulo, 2007.

BUCHANAN, J.; TULLOCK. G. The Calculus of Consent, Logical Foundations of Constitutional Democracy. Ann Arbor MI: University of Michigan Press, 1962.

BYRD, D. T.; MIZRUCHI, M. S. Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms. **Journal of Corporate Finance**. v. 11 (1–2) p. 129–173, 2005.

CAMPBELL, H. When businesses collide: Producer interest groups and the politics of regulation. **Policy Studies Journal**, v. 26, p. 310–328, 1998.

CARNEIRO, J.M.; SILVA, J. F.; ROCHA, A.; HEMAIS, C. Mensuração do desempenho organizacional: questões conceituas e metodológicas. In: II Encontro de Estudos em Estratégia (3Es), Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ANPAD, Rio de Janeiro. **Anais**, 2005.

CASTELLBLANCH, R. Challenging pharmaceutical industry political power in Maine and Vermont. **Journal of Health Politics**, v. 28, p. 109–132, 2003.

COELHO, A.C.; CUNHA, J. V. A. **Regressão Linear Multipla**. In: CORRAR, L.J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J.M. Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia. São Paulo: Atlas, 2007.

COOPER, M. J.; GULEN, H.; OVTCHINNIKOV, A. V. Corporate Political Contributions and Stock Returns. **Forthcoming, The Journal of Finance**, April, 2009.

CONYON, M. J.; READ, L. E. A Model of the Supply of Executives for Outside Directorships. **Journal of Corporate Finance**. v. 12, p. 645–659, 2006.

CHILD; J; FAULKNER, D. **Strategies of co-operation**: managing alliances, networks and joint ventures. Oxford: Oxford University Press, 1998.

CLOUGHERTY, J. Nonmarket strategy for merger reviews: The roles of institutional independence and international competitiveness effects. **Business & Society**, v. 42, p. 115–143, 2003.

CORNFORTH, C. J. The governance of public and non-profit organizations; What do boards do? London; Routledge. 2003.

DAILY, C.; DALTON, D. Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. **Academy of Management Journal**, v. 37, p. 1603-1617, 1994a

DAILY, C.; DALTON, D. Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment. **Strategic Management Journal**, v.15, p. 643-654, 1994b.

DAVIS, G.E.; THOMPSON, T. A. A social movement perspective on corporate control. **Administrative Science Quarterly**, v.39, 1994.

DEAN, T.; VRYZA, M.; FRYXELL, G. Do corporate PACs restrict competition? An empirical examination of industry PAC contributions and entry. **Business & Society**, v. 37, p. 135–157, 1998.

DE FIGUEIREDO, J. DE FIGUEIREDO, R. The Allocation of Resources by Interest Groups: Lobbying, Litigation and Administrative Regulation. **Business and Politics**, 4(2): article 4, 2002.

DEMB, A.; NEUBAUER, F. F. **The corporate board: Confronting the paradoxes**. New York: Oxford University Press. 1992.

DEN HERTOOG, J. General theories of regulation. In B Bouckaert and G De Geest eds **Encyclopedia of Law and Economics**. 1999. Cheltenham: Edward Edgar <<http://encyclo.findlaw.com/5000book.pdf>> Acesso em: 03 out. 2009.

DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. **Handbook of Qualitative Research**. Thousand Oaks: Sage, 2005.

DHALIWAL, D.; EHEITZMAN, S.; Li, O. Taxes, leverage, and the cost of equity capital. **Journal of Accounting Research** v. 44, p.691-723, 2006.

DYNIIEWICZ, A. M. **Metodologia da Pesquisa em Saúde para iniciantes**. São Caetano do Sul: Difusão, 2007.

DOWNS, A. **An Economic Theory of Democracy**, New York, Harper and Row, 1957.

DUCA, D. J. Models of governance and leadership. In: D. J. Duca, **Nonprofit boards: roles responsibilities and performance** (pp. 2-15). New York:Jonh Wiley & Sons, 1996.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management**, v. 14, n. 1, p. 57-74, jan. 1989.

ESTRIN, S. State ownership, corporate governance and privatization. in **Corporate Governance, State-owned Enterprises and Privatisation**, OECD, 1998.

FAN, J.P.H., Wong, T.J., Zhang, T., Politically-connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. **Journal of Financial Economics** v.84, p. 330–357, 2007.

FACCIO, M. Politically connected firms. **American Economic Review** v.96 (1), p.369–386. 2006.

FACCIO, M., 2007. The characteristics of politically-connected firms. **Unpublished working paper**. Vanderbilt University. 2007.

FACCIO, M. Differences between politically connected and non-connected firms: A crosscountry analysis. **Financial Management** (Conditionally accepted), 2009.

FACCIO, M., PARSLEY, D.C. Sudden deaths: taking stock of geographic ties. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, forthcoming, 2008.

FACCIO, M.; MASULIS, R.; MCCONNELL J. J. Government bailouts and political connections. **Journal of Finance**, 61(6), 2597–2635. 2006.

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

FAHLENBRACK, R.; LOW, A.; STULZ, R. M. Why do Firms Appoint CEOs as Outside Directors? 2008. **Working Paper**, Ohio State University, 2008.

FALEYE, O.; MEHROTRA, V.; MORCK, R. When Labor Has a Voice in Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 41 (3), p. 489–510. 2006.

FAMA, E. F, Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy** 88(2), 288–307. 1980.

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

FAUVER, L.; FUERST, M. E. Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence from German Corporate Boards. **Journal of Financial Economics**. December v. 82 (3) p. 673–710, 2006.

FERGUSON, T.; VOTH, H. Betting on Hitler - the Value of Political Connections in Nazi Germany, **The Quarterly Journal of Economics**, v. 123, p. 101-137, 2008.

FIANI, R. Teoria da regulação econômica: estado atual e perspectivas futuras. Rio de Janeiro, UFRJ/IE, 1998.

FICH, E. M.; SHIVDASANI, A. Are Busy Boards Effective Monitors? **Journal of Finance**, v. 61 (2), p. 689–724, 2006.

FICH, E. M.; WHITE, L. Why do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Boards? **Journal of Corporate Finance**, v. 11, p.175–195, 2005.

FISMAN, R. Estimating the Value of Political Connections; **American Economic Review**, v. 91, 1095-1102. 2001.

FISMAN, D.; FISMAN, R.; GALEF, J.; KHURANA, R. Estimating the value of connections to Vice-President Cheney, Working Paper. 2006.

GETZ, K. A. Research in corporate political action: Integration and assessment. **Business & Society**, v. 36, p. 32-72, 1997.

GILLAN, S. Recent developments in corporate governance: na overview. **Jornal of Corporate Finance**, v. 12, p. 381-402, jan., 2006.

GILLAN, S.; STARKS, L. A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. **Contemporary Finance Digest**, v. 2, p. 10–34, 1998.

GODE, D.; MOHANRAM, P. Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner model. **Review of Accounting Studies** v.8, p. 399-431, 2003.

GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J. Do politically connected boards affect firm Value. **Review of Financial Studies** forthcoming. 2008.

GORTON, G.; SCHMID, F. A. Capital, Labor, and the Firm: A Study of German Codetermination. **Journal of the European Economic Association**. v. 2 (5), p. 863–905, 2004.

GOMES, J. B. B. Agências Reguladoras: a 'metamorfose' do Estado e da democracia (uma reflexão de direito constitucional e comparado). **Mundo Jurídico**. 2005. Disponível em: <http://www.mundojuridico.adv.br/sis_artigos/artigos.asp>. Acesso em: 10 nov. 2009.

GOMES, M. B. **Accountability e governança no Estado regulador brasileiro** in: PECCI, A. (Org.) Regulação no Brasil: desenho, governança, avaliação. São Paulo: Atlas, 2007.

GUJARATI, D. N. **Basic econometrics**. New York: McGraw-Hill, 1995.

GÜNER, A. B.; MALMENDIER, U.; TATE, G. The Impact of Board with Financial Expertise on Corporate Policies. **Working Paper**. Stanford University. 2005.

HAIR JR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. Ed. Bookman, 5. ed. Porto Alegre: 2005.

HALLOCK, K. Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 32 (3), p. 331–344, 1997.

HARRIS, M.; RAVIV, A. A theory of board control and size, **working paper**. University of Chicago, 2005.

HAYATI, D; KARAMI, E.; SLEE, B. Combining qualitative and quantitative methods in the measurement of rural poverty. **Social Indicators Research**. v.75, p.361-394, springer, 2006.

HELLAND, E.; SYKUTA, M. Regulation and the Evolution of Corporate Boards: monitoring, advising, or window dressing? CORI- University of Missouri. **SSRN-Social Science Research Network electronic library at**: <<http://ssrn.com>>. Acesso em: 6 de julho de 2009. July, 2003.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The Determinants of Board Composition, **RAND Journal of Economics**, v. 19 (4), p. 589–606, 1988.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The effects of board composition and direct incentives on firm performance, **Financial Management**. v. 20, p. 101-112, 1991.
HERMALIN, B. E. Trends in Corporate Governance, **Journal of Finance**, v. 60 (5), p. 2351–2384, 2005.

HILLMAN, A.; KEIM, G. 1995. International variation in the business-government interface: Institutional and organizational considerations. **Academy of Management Review**, v. 20, p. 193–214, 1995.

HILLMAN, A.; HITT, M. Corporate political strategy formulation: A model of approach, participation and strategy decisions. **Academy of Management Review**. v. 20: p.193-214, 1999.

HILLMAN, A.; KEIM, G. D.; SCHULER, D. Corporate Political Activity: A Review and Research Agenda. **Journal of Management**, v. 30(6), 837-857. 2004.

HILLMAN, A. J.; ZARDKOOHI, A.; BIERMAN, L. Corporate political strategies and firm performance: Indications of firm specific benefits from personal service in the US government. **Strategic Management Journal**. v. 20: p. 67-81.1999.

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 Management Studies**, 37: 235-254. 2000.

HILLMAN, A. J. Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? **Journal of Management**, v. 31 n.3. p. 464 - 481, jun. 2005.

HOLBURN, G.L.F.; VANDEN BERGH, R.G. Policy and process: A game-theoretic framework for the design of nonmarket strategy. **Advances in Strategic Management**, v.19, p. 33-66, 2002.

IBGC. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 10 Maio. 2009.

JAYACHANDRAN, S. The Jeffords Effect. **Journal of Law and Economics**, v. 49, p. 397-425, 2006.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C. Value Maximization Stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.

KAY, J. A.; VICKERS, J. S. Regulatory Reform: An Appraisal, in Majone, Giandomenico (ed.), **Deregulation or Re-regulation**, London, Pinter Publishers, p. 223-251. 1990.

KEIM, G. D.; BAYSINGER, B. The efficacy of business political activity. **Journal of Management**. v. 14, p. 161-180. 1988.

KEIM, G. D.; ZEITHAML, C. P. Corporate political strategy and legislative decision making: A review of contingency approach. **Academy of Management Review**, v. 11, p. 828–843, 1986.

KEIM, G. D.; ZEITHALML, C. P.; BAYSINGER, B. D. New directions for corporate political strategy. **Sloan Management Review**, 25:3, p.53-62, 1984.

KESNER, I. F.; VICTOR, B.; LAMONT, B. T. Board composition and the commission of illegal acts: An investigation of Fortune 500 companies. **Academy of Management Journal**. v. 29, p. 789-799, 1986.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda** (General theory of employment, interest and money). Tradutor: CRUZ, M. R. São Paulo: Atlas, 1992.

KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 367-374, jun. 1983.

KLEIN, A. Affiliated Directors: Puppets of Management or Effective Directors? New York University, **Center for Law and Business**, Working Paper n. 98-010. <<http://ssrn.com/abstract=10569>>. Acesso em: 20 jul. 2009, 1998.

KLEIN R.; PHILLIPS R.; SHIU W. The Capital Structure of Firms Subject to Price Regulation: Evidence from the Insurance Industry. **Journal of Financial Services Research**, v. 22(1-2), p. 79-100, 2002.

KRAMARZ, F.; THESMAR, D. Social Networks in the Boardroom. **IZA Discussion paper**. n. 1940, 2006.

KROSZNER, R.; STRAHAN, P. Bankers on boards: monitoring, conflicts of interest, and lender liability. **Journal of Financial Economics**. v. 62, p. 415–452, 2001.

KRUEGER, A. The political economy of the rent-seeking society. **American Economic Review**. v. 64, p. 291-303, 1974.

LAFFONT, J. J. TIROLE, J. 1993. **A theory of incentives in procurement and regulation**. Cambridge, Mass; London: MIT Press. 1993.

LANG, J. R.; LOCKHART, D. E. Increased environmental uncertainty and changes in board linkage patterns. **Academy of Management journal** v. 33, n. 1, 106-128. 1990.

LAUX, V. Board Independence and CEO Turnover. **Journal of Accounting Research**. v. 46, p. 137–171, 2008.

LEHN, K.; PATRI, S.; ZHAO, M. Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000. **SSRN- Social Science Research Network electronic library**. Nov.2003.Disponível em: <<http://ssrn.com>>. Acesso em: 15 de ago. 2009.

LE JOLY, K.; MOINGEON, B. **Gouvernement d'Entreprise: débats théoriques et pratiques**. Paris, FRA., Ellipses Edition. 2001.

LENWAY, S.; RENBEIN, K. Leaders, followers, and free riders: An empirical test of variation in corporate political involvement. **Academy of Management Journal**, v. 34, p. 893–905, 1991.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista BNDS**, n.18, dez 1997. Disponível em <<http://www.bnds.gov.br>>. Acesso em 22 jan. 2009. 1997.

LEUZ, C.; OBERHOLZER-GEE, F. Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia. **Forthcoming Journal of Financial Economics**, 81, 411-439. 2006.

LEVY, B.; SPILLER, P. T. **Regulations, institutions and commitment in telecommunications: a comparative analysis of five country studies**. In: Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, p. 215-256, 1993.

LI, H.; MENG, L.; WANG, Q.; ZHOU, Z. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. **Journal of Development Economics**, v. 87, p. 283– 299, 2008.

LINCK, J. S.; NETTERA, J. M.; YANG, T. The Determinants of Board Structure. **SSRN- Social Science Research Network electronic library**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=729935>>. Acesso em: 6 de jul. 2009. March, 2007.

LORD, M. D, Constituency-based Lobbying as Corporate Political Strategy: Testing an Agency Theory Perspective. **Business and Politics**, v. 2, n. 3, 2000.

MACAVOY, P.; CANTOR, S.; DANA Jr, J.; PECK, S. ALI Proposals for Increased Control of the Corporation by the Board of Directors: An Economic Analysis, in: Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's Proposed Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations," **New York: Business Roundtable**, 1983.

MACE, M. L., Directors, myth, and reality, Boston: **Harvard Business School Press**. 1971.

MACHADO FILHO; C. A. P.; FISCHMANN, A.; MENDONÇA, L. R.; GUERRA, S. The mechanisms of governance in nonprofit organizations. **Corporate Ownership & Control**, v. 4, n. 2, 2006.

MAHON, J.; MURRAY, E. Strategic planning for regulated companies. **Strategic Management Journal**. v. 2: p. 251- 262. 1981.

MALENFANT, R. **La gouvernance stratégique d'un organisme sans but lucratif: as dynami-que, sés competences**. Québec, CA.: Éditions D.P.R.M, 1999.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. Fundamentos de metodologia científica. 6. ed. São Paulo: **Atlas**, 2009.

MARSH, S. Creating barriers for foreign competitors: A study of the impact of anti-dumping actions on the performance of US firms. **Strategic Management Journal**. v. 19, p. 25-37. 1998.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Agency Theory na Pesquisa Contábil**. In: Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração - ENANPAD, 22, Foz do Iguaçu (PR), Set, 1998.

MARTIN, H. **A Nova Governança Corporativa: ferramentas bem-sucedidas para conselho de Administração**. São Paulo: Saint Paul, 2009.

MARTINS, H. F. **Reforma do Estado na era FHC: diversidade ou fragmentação da agenda de políticas de gestão pública**. – Rio de Janeiro: Ebape/FGV, Rio de Janeiro, 2004.

MARTINS, H. C.; HILDEBRAND, N. F. D.; ZIVIANI, F. Governança Corporativa: um estudo da produção científica da ANPAD no período de 2000 a 2007. Rio de Janeiro **XXXII EnANPAD**. CD. 2008.

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

MCWILLIAMS, A.; VAN FLEET, D.; CORY, K. Raising rivals' costs through political strategy: An extension of resource-based theory. **Journal of Management Studies**, 39: 707–723. 2002.

MEHRAN, H. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. **Journal of Financial Economics**. v. 38, n. 2, p.163-84, 1995.

MEZNAR, M. B.; NIGH, D. Buffer or bridge? Environmental and organizational determinants of public affairs activities in American firms. **Academy of Management Journal**, v.38, p. 975-996, 1995.

MIDDLETON, M. **Nonprofit boards of directors: beyond the governance function**. In: W. Powell, (Ed.). The nonprofit sector. A research handbook. New Heaven: Yale University Press, 1987.

MILLAR, C. J. M.; ELCONIATY, T. I.; CHOI, C. J. H.; HILTON, B. Corporate Governance and Institutional Transparency in Emerging Markets. **Journal of Business Ethics**, Jun.2005 Part 2, Vol. 59, p. 163-174, 2005.

MILGROM, P; ROBERTS, J. **Economics, Organization and Management**, New Jersey. Prentice Hall. 619 p. 1992.

NEVES, J. L. Pesquisa qualitativa: características, usos e possibilidades. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 1, n. 3, 1996.

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

NEDER, R.T. Regimes contemporâneos de regulação pública – Uma revisão sobre o neocorporativismo. **Observatório do Movimento pela Tecnologia Social**. CDS-UnB. Livro eletrônico jan. 2008.

NUNES, E.; RIBEIRO, L. M.; PEIXOTO, V. Agências Reguladoras no Brasil. **Observatório Universitário Databrasil – Ensino e Pesquisa**, Rio de Janeiro, Documento de trabalho n. 65, 2007. Disponível em: <<http://www.observatoriouniversitario.org.br>>. Acesso em 07 nov. 2009.

OCDE, The OECD Report on Regulatory Reform Synthesis, 1997. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/17/25/2391768.pdf>>. Acesso em 14 nov. 2009.

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

OLSON, M. 1965. **The logic of collective action**. Cambridge: Cambridge University Press. 1965.

PEARCE II, J. A.; ZAHRA, S. A. Board composition from a strategic contingency perspective. **Journal of Management Studies**, v. 29, n. 4, p. 411- 438, 1992.

PECI, A. Regulação Comparativa: uma (des)construção dos modelos regulatórios. In: PECI, A. (Org.) Regulação no Brasil: desenho, governança, avaliação. São Paulo: Atlas, 2007.

PELTZMAN, S. Toward a More General Theory of Regulation. **Journal of Law and Economics**. v. 19(2), p. 211-240. 1976.

PFEFFER, J. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. **Administrative Science Quarterly**. v. 17, p. 218-228. 1972.

PFEFFER, J.; SALANCIK, G. **The external control of organizations: A resource-dependence perspective**. New York: Harper & Row. 1978.

PEREIRA, P. T. A teoria da escolha pública (public choice): uma abordagem neoliberal? **Análise Social**, v. xxxii (141), p. 419-442, 1997.

PIGOU, A. **The Economics of Welfare**, 4. ed. Macmillan, London, 1938.

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

PRACHT, E.; MOORE, W. 2003. Interest groups and state Medicaid drug programs. **Journal of Health Politics**, v. 28, p. 9–39. 2003.

PUTTERMAN, L. **Why have the Rabble not Redistributed the Wealth?** On the Stability of Democracy and Unequal Property in: Property Relations, Incentives and Welfare, John Roemer (ed), London: MacMillan, 1996.

RAMOS, F. As consequências da indefinição do marco regulatório brasileiro: as reuniões do Conselho Consultivo da Anatel no período 1998-2003. **Política & Sociedade**, n. 6, p. 293-318, 2005.

RAMIREZ, C.; EIGEN-ZUCCHI, C. Understanding the Clayton Act of 1914: An analysis of the interest group hypothesis. **Public Choice**, v. 106, p. 157–181, 2001.

RAMIREZ, C.; LONG, J. Understanding America's hesitant steps towards financial capitalism: Politics, the depression and the separation of commercial and investment banking. **Public Choice**, v. 106, p. 93–116, 2001.

REHBEIN, K.; LENWAY, S. Determining an industry's political effectiveness with the US International Trade Commission. **Business & Society**, v. 33, p. 270–292, 1994.

ROBERTS, B. E., A Dead Senator Tells no Lies: Seniority and the Distribution of Federal Benefits, **American Journal of Political Science**, v. 34 p. 31-58, 1990.

RODRIGUES, A. T. L. Governança Corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global. *In: IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul*, 2003, Gramado. **Anais...** Gramado: 2003.

ROSENSTEIN, S.; WYATT, J. Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. **Journal of Financial Economics**. v. 26, p. 175-84, 1990.

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

SALAMON, L.; SEIGFRIED, J. Economic power and political influence: The impact of industry structure on public policy. **American Political Science Review**. v. 71, p. 1026-1043, 1977.

SAMUELS, D. Money, elections, and democracy in Brazil. **Latin American Politics and Society**, v. 43(2): p. 27-48, 2001.

SAMUELS, D. Pork barreling is not credit claiming or advertising: campaign finance and sources of the personal vote in Brazil. **Journal of Politics**, v. 64. p. 845-863, 2002.

SCHRICKEL, W. K. **Análise de crédito: concessão e gerência de empréstimos**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

SCHMITTER, P. C.; LEHMBRUCH, G. **Trends toward corporatist intermediation**. London: Sage Publications, 1979.

SCHULER, D. Corporate political strategy and foreign competition: The case of the steel industry. **Academy of Management Journal**. v. 39, p. 720-737, 1996.

SCHULER, D.; REHBEIN, K. The filtering role of the firm in corporate political involvement. **Business & Society**, 36: 116–139. 1997.

SCHULER, D.; REHBEIN, K.; CRAMER, R. Pursuing strategic advantage through political means: A multivariate approach. **Academy of Management Journal**, 45: 659–672. 2002.

SCHULER, D.; SCHNIETZ, K.; BAGGETT, S. Determinants of foreign trade mission participation: An analysis of corporate political and trade activities. **Business & Society**, v. 41, p. 6–35, 2002.

SEGATTO-MENDES, A. P.; ROCHA, K. C. Análise da aplicabilidade da teoria de agência às relações entre participantes de cooperações universidade-empresa. *In: ENCONTRO DA ANPAD*, 26. 2002, Recife. **Anais...** Recife: ANPAD, 2002.

SHAFFER, B. Firm level responses to government regulation: Theory and research approaches. **Journal of Management**. v. 21, p. 495-514. 1995.

SHAFFER, B.; HILLMAN, A. The development of business-government strategies in diversified firms. **Strategic Management Journal**, v. 21, p. 175-190, 2000.

SHAFFER, B.; OSTAS, D. Exploring the political economy of consumer legislation: The development of automobile lemon laws. **Business and Politics**, v. 3(1), p. 65–76, 2001.

SHAFFER, B.; QUASNEY, T. J.; GRIMM C. M. Firm Level Performance Implications of Nonmarket Actions. **Business Society**, v. 39 No. 2, Jun. 2000. p. 126-143, Sage Publications, Inc. <at: <http://ssrn.com>>Acesso em 09 out. 2009.

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

SILVA, E. C. **Governança Corporativa nas Empresas**; guia prático de orientação para acionistas e conselhos de administração. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, A. D. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. São Paulo: Saint Paul Editora, 2006.

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

SMITH, A. **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, Cannan Edition, New York. 1776.

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

SPILLER, P. T.; LIAO, S. Buy, Lobby or Sue: Interest Groups' Participation in Policy Making - A Selective Survey, **NBER Working Paper** No. 12209, disponível em <<http://www.nber.org/papers/w12209>>. Acesso em 08. fev.2010, 2006.

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

STREECK, W.; SCHMITTER, P.C. Community, Market, State - and Associations? The Prospective contribution of interest governance to social order. In STREECK, W.; SCHMITTER, P.C. (eds.), **Private Interest Government: beyond market and state**. London: Sage, p.1-29, 1985.

STREECK, W.; KENWORTHY, L. Theories and Practices of Neo-Corporatism. In: JANOSKI, T.; ALFORD, R.; HICKS, A.; SCHWARTZ, M. A. **Handbook of Political Sociology**. New York: Cambridge University Press, 2004.

TAGGART R., Effects of Regulation on Utility Financing: Theory and Evidence. **Journal of Industrial Economics**, v. 33(3), p. 257-276. 1985.

THOMPSON, J. **Organizations in action**. New York: McGraw-Hill.1967.

TRICKER, R. I. Valedictory editorial: so-long, and thaks for all the fish", **Corporate Governance**, v. 8, n. 4, p. 403-405, 2000.

TRUMAN, D. **The governmental process: Political interests and public opinion**. New York: Knopf. 1951.

TULLOCK, G. The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and Theft. **Western Economic Journal**, v. 5, p. 224-32, 1967.

TULLOCK, G. The Origin Rent-Seeking Concept. **International Journal of Business and Economics**, v. 2, n. 1, p 1-8, 2003.

VIDIGAL, A. C. Governança Corporativa. **O Globo**, Rio de Janeiro, 25 de dezembro de 2000. Primeiro Caderno, p.7.

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

WILLIAMSON, O. **The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985.

YOFFIE, D. How an industry builds political advantage. **Harvard Business Review**, v. 38, p. 80-89, 1988.

ZAHRA, S.; PEARCE II, J. A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. **Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989.

ZINGALES, L. **Corporate governance** in: P. Newman, ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. MacMillan, New York, 1998.

ANEXO A – AGÊNCIAS DE REGULAÇÃO FEDERAIS

Agência	Lei de Criação	Ministério Vinculado	Tipo de Regulação	Atividade regulada
Agência nacional de Energia Elétrica (Aneel)	Lei nº 9.427 (26/12/1996)	Minas e Energia (MME)	Econômica	Produção, transmissão, distribuição de energia elétrica.
Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel)	Lei nº 9.472 (16/07/1997)	Comunicações (MC)	Econômica	Telecomunicações
Agência Nacional de Petróleo (ANP)	Lei nº 9.478 (06/08/1997)	Minas e Energia (MME)	Econômica	Indústria do Petróleo
Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa)	Lei nº 9.782 (26/01/1999)	Saúde (MS)	Social	Produção e Comercialização de produtos e serviços submetidos à vigilância sanitária.
Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS)	Lei nº 9.961 (28/01/2000)	Saúde (MS)	Econômica e social	Assistência suplementar à saúde.
Agência Nacional de Águas (ANA)	Lei nº 9.984 (17/07/2000)	Meio Ambiente (MMA)	Social (ambiental)	Recursos hídricos
Agência Nacional de Transportes Aquaviários (Antaq)	Lei nº 10.233 (05/06/2001)	Transportes (MT)	Econômica	Infraestrutura de transportes aquaviários.
Agência Nacional de Transporte Terrestre (ANTT)	Lei nº 10.233 (05/06/2001)	Transportes (MT)	Econômica	Infraestrutura de transportes terrestres.
Agência Nacional do Cinema (Ancine)	MP nº 2.228 (06/09/2001)	Casa Civil	Social	Indústria cinematográfica
Agência Nacional de Aviação (Anac)	Lei nº 11,182 (27/09/2005)	Ministério da Defesa	Econômica	

ANEXO B- AGÊNCIAS DE REGULAÇÃO ESTADUAIS

Estado da Federação	Nome da Agência	Órgão Superior	Lei de Criação	Natureza Jurídica
Acre	AGEAC Agência Reguladora de Serviços Públicos do Estado do Acre	Secretaria de Estado de Infraestrutura e Integração	Lei nº. 1.480 (15/01/2003)	Autarquia
Alagoas	ARSAL Agência Reguladora dos Serviços Públicos do Estado de Alagoas	Secretaria de Estado do Planejamento	Lei nº 6267 (20/09/01)	Autarquia Especial
Amazonas	ARSAM Agência Reguladora dos Serviços Públicos Concedidos do Estado do Amazonas	Gabinete do Governador	Lei nº 2568 (25/11/99)	Autarquia Especial
Bahia	AGERBA Agência Estadual de Regulação de Serviços Públicos de Energia, Transp. e Comunicações da Bahia.	Secretaria de Energia, Transportes e Comunicações	Lei nº 7.3141 (9/05/98)	Autarquia Especial
Ceará	ARCE Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados do Estado do Ceará.	Secretaria de Ouvidoria-Geral e do Meio Ambiente	Lei nº 12.786 (30/12/97)	Autarquia Especial
Distrito Federal	ADASA Agência Reguladora de Águas e Saneamento do Distrito Federal	Secretaria de Estado de Meio Ambiente e Recursos Hídricos	Lei nº. 3.3651 (7/06/2004)	Autarquia Especial
Espírito Santo	AGESP Agência Estadual de Serviços Públicos do Estado do Espírito Santo	Secretaria de Estado da Fazenda	Lei nº 5721 (20/07/01)	Autarquia Especial
Goiás	AGR Agência Goiana de Regulação, Controle e	Secretaria de Estado do Planejamento e	Lei nº 1356 (27/12/99)	Autarquia Especial

	Fiscalização de Serviços Públicos	Desenvolvimento		
Mato Grosso	AGER/MT Agência Estadual de Regulação dos Serviços Públicos Delegados do Estado de Mato Grosso	Governo do Estado	Lei Complementar nº 66 (22/12/99)	Autarquia
Mato Grosso do Sul	AGEPAN Agência Estadual de Regulação de Serviços Públicos de Mato Grosso do Sul	Governo do Estado	Lei nº 2.363 (19/12/2001)	Autarquia
Minas Gerais	Agência Estadual de Regulação de Serviços Públicos de Minas Gerais	Secretaria de Estado do Planejamento e Coordenação Geral	Lei nº 12.999 (31/0798)	Autarquia
Pará	ARCON Agência Estadual de Regulação e Controle de Serviços Públicos	Conselho Estadual de Regulação e Controle dos Serviços Públicos – CONERC	Lei nº 6.099 (30/12/97)	Autarquia
Paraíba	AAGISA Agência de Águas, Irrigação e Saneamento do Estado da Paraíba	Governo do Estado	Lei nº 7033 (29/11/01)	Autarquia Especial
Paraíba	AGGEL Agência Estadual de Energia da Paraíba	Secretaria Infraestrutura	Lei nº 7.120 (28/06/2002)	Autarquia Especial
Paraná	Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Infraestrutura do Paraná.	Governo do Estado e Secretaria dos Transportes	Lei nº 94 (23/07/2002)	Autarquia Especial

ANEXO C – LISTAGEM DAS EMPRESAS

**CLASSIFICAÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS E FUNDOS
NEGOCIADOS NA BM&FBOVESPA -BAIXADA DA
BM&FBOVESPA EM 12/11/2009**

NÚME- RO	SETOR ECONÔMICO	SEGMENTO	CONSELHO
	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração e/ou Refino	Nº. Médio de Conselheiros
1		ECODIESEL	9,5
2		NOVAMARL PET	6,75
3		NOVAMARLIM	-
4		OGX PETROLEO	14
5		PET MANGUINH	9,6
6		PETROBRAS	14,7
7		Y P F	-
	Materiais Básicos	Petroquímicos	
8		BRASKEM	16,5
9		ELEKEIROZ	9,7
10		GPC PART	11,4
11		M G POLIEST	6,5
12		PRONOR	7,9
13		QUATTOR PETR	12,12
14		UNIPAR	8,6
	Construção e Transporte	Transporte Aéreo	
15		GOL	12,33
16		SAVARG	13,42
17		TAM S/A	12,8
18		VARIG TRANSP	8,12
		Transporte Metroviário	
19		METRO RIO	-
20		OESTE PART	-
		Transporte Ferroviário	
21		ALL AMER LAT	16,1
22		ALL NORTE	11,12
23		ALL PAULISTA	10,25
24		FER C ATLANT	10,20
25		GRUCAI	5,4
26		MRS LOGIST	15,11
		Transporte Hidroviário	
27		LOG-IN	10
28		TREVISA	6,4
		Transporte Rodoviário	
29		TEGMA	8,33
		Exploração de Rodovias	
30		AUTOBAN	9,25
31		BGPARG	4
32		CCR RODOVIAS	16,77

33		CONC RIO TER	8,12
34		CONCEPA	5,62
35		ECONORTE	9,33
36		ECOSUL	6,37
37		ECOVIAS	5
38		INVEPAR	9
39		NOVADUTRA	8
40		OHL BRASIL	9,2
41		TRIUNFO PART	9,25
42		VIAOESTE	8
	Construção e Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem	
43		BAN ARMAZENS	7,5
44		CENT AÇU	4
45		DOC IMBITUBA	4,1
46		LLX LOG	16
47		SANTOS BRAS	13
48		SANTOS BRP	7,37
49		VARIG SERV	7,75
50		WILSON SONS	7
	Telecomunicações	Telefonia Fixa	
51		BRASIL T PAR	9,2
52		BRASIL TELECOM	10,5
53		CTBC TELECOM	16,66
54		EMBRATEL PAR	7,5
55		FIAGO PART	-
56		GVT HOLDING	8,25
57		INVITEL	-
58		JEREISSATI	9,75
59		LA FONTE TEL	7,40
60		LF TEL	6,20
61		TELEFONICA	20,90
62		TELEMAR	12,66
63		TELEMAR N L	7,12
64		TELEMAR PART	8,11
65		TELESP	21,30
66		ZAIN PART	6,10
		Telefonia Móvel	
67		AMERICEL	10
68		FUTURETEL	5,30
69		INEPAR TEL	6
70		NEWTEL PART	5,8
71		TELE NORT CL	11,2
72		TELEMIG CL	7,60
73		TELEMIG PART	12,7
74		TIM PART S/A	9,10
75		VIVO	16,3
	Utilidade Pública	Energia Elétrica	

76		521 PARTICIP	5,40
76		524 PARTICIP	4,87
77		525 PARTICIP	-
78		AES ELPA	7,87
79		AES SUL	10,6
80		AES TIETE	12,4
81		AFLUENTE	7,75
82		AGCONCESSOES	7,71
83		AMPLA ENERG	15,2
84		AMPLA INVEST	11
85		BAESA	7
86		BONAIRE PART	8,62
87		BRASILIANA	5
88		CEB	13,3
89		CEEE-D	13,6
90		CEEE-GT	13,4
91		CELESC	15,6
92		CELGPAR	10
93		CELPA	14
94		CELPE	10,4
95		CEMAR	12,5
96		CEMAT	13,3
97		CEMIG	18,6
98		CEMIG DIST	19
99		CEMIG GT	19
100		CESP	20,2
101		COELBA	12
102		COELCE	17,2
103		COPEL	14,8
104		COSERN	13,4
105		CPFL ENERGIA	15,8
106		CPFL GERACAO	12,75
107		CPFL PIRATIN	11,5
108		EBE	10,3
109		ELEKTRO	9,40
110		ELETROBRAS	12,9
111		ELETROPAR	7
112		ELETROPAULO	17,6
113		EMAE	18,4
114		ENERGIAS BR	12,8
115		ENERGIPE	-
116		ENERGISA	8,50
117		ENERSUL	10,9
118		EQUATORIAL	10,7
119		ESCELSA	11,7
120		FORPART	5
121		GER PARANAP	10,8
122		GTD PART	8,10

123		IENERGIA	7,40
124		INVESTCO	10,11
125		ITAPEBI	8,37
126		LIGHT	-
127		LIGHT S/A	17
128		MPX ENERGIA	15
129		NEOENERGIA	14,7
130		PAUL F LUZ	13,5
131		PROMAN	6
132		REDE ENERGIA	12,7
133		RIO GDE ENER	10,5
134		TERMOPE	9
135		TERNA PART	10,6
136		TRACTEBEL	13
137		TRAN PAULIST	18,1
138		UPTICK	6
139		VBC ENERGIA	7,4
		Água e Saneamento	
140		CASAN	13,3
141		COPASA	15,3
142		DALETH PART	6
143		SABESP	14,8
144		SANEPAR	16,2
145		SANESALTO	5
		Gás	
146		CEG	14,6
147		COMGAS	12,6