

Área Temática: Governança Corporativa

Um passo adiante no uso do débito como meio de fortalecimento da Governança Corporativa. Participação acionária dos Bancos, BNDES e Fundos de Pensão como fator de estímulo à adoção de níveis diferenciados de governança.

AUTORES

ADRIANO AUGUSTO COSTA CARNAUBA

Universidade de São Paulo
adriano.carnauba@hotmail.com

SÍLVIO APARECIDO DOS SANTOS

Universidade de São Paulo
sadsanto@usp.br

CLEONIR TUMELERO

Universidade de São Paulo
ctumelero@usp.br

Resumo

O presente artigo apresenta os resultados de pesquisa quantitativa que busca identificar as associações existentes entre níveis de governança corporativa, endividamento, e a ocorrência ou não de participação dos bancos, BNDES e fundos de pensão na composição acionária de 160 empresas listadas na BM&F Bovespa. Para este fim é utilizada a técnica de modelagem multivariada nomeada análise de correspondência, que permite a identificação de associações em variáveis categóricas por meio de mapas perceptuais. Buscando a confirmação das associações identificadas são aplicados os testes qui-quadrado e de correlação de postos de Pearson. O relacionamento entre o uso do débito como meio de fortalecimento da governança corporativa já é presente na literatura mundial, porém o contexto de evolução recente do mercado de capitais brasileiro faz jus ao desenvolvimento de estudos específicos.

Palavras-chave: governança, débito, fundos de pensão

Abstract

This article presents the results of a quantitative research that identifies the association between levels of corporate governance, debt, and the presence or absence of participation of banks, pension funds and BNDES in the ownership structure of 160 companies listed on BM&FBovespa. A multivariate modelling technique, correspondence analysis, allows the identification of associations through perceptual maps. Seeking confirmation of the associations identified are applied the chi-square test and Pearson's coefficient correlation. The association between the use of debt as a means of strengthening corporate governance is

already present in literature, but the context of recent developments in the Brazilian stock market does justice to the development of specific studies.

Keywords: governance, debt, pension funds

Introdução

O tema governança corporativa vem recebendo crescente atenção nos meios acadêmicos e empresariais. A sucessão de crises sistêmicas no sistema capitalista nas últimas duas décadas, com destaque à crise asiática do fim da década de noventa, dos escândalos corporativos de 2002, e mais recentemente a crise do *subprime* americano e seus reflexos, que ainda repercutem nos meios econômicos, justifica a preocupação a respeito do sistema pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas.

No Brasil a preocupação com o tema resulta das mudanças econômicas ocorridas a partir da década de 90. A abertura de mercado ao comércio externo, a contenção do processo inflacionário e o processo de privatizações trazem alterações à estrutura de competitividade das empresas estabelecidas no território brasileiro.

Este contexto de mudanças refletiu-se na evolução do sistema de governança brasileiro. Diversos eventos retratam esta evolução, dentre os quais destacam-se a reforma da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01), a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995, que promove a pesquisa e divulgação das melhores práticas de governança corporativa, e o estabelecimento pela Bovespa BM&F Bovespa, de níveis diferenciados de governança a serem atribuídos às empresas listadas na bolsa de valores, que adotassem voluntariamente uma série de exigências quanto às práticas de governança.

Estudos têm revelado que a adoção de níveis diferenciados de governança corporativa contribui favoravelmente à longevidade e valorização das empresas.

O presente artigo pretende identificar por meio da aplicação de modelagem multivariada a existência de associação entre os níveis de governança corporativa, o endividamento das empresas e a participação dos fundos de pensão, dos bancos e do BNDES na composição acionária das empresas listadas em bolsa.

Uma maior compreensão sobre a influência da participação destas instituições na composição do controle acionário das empresas na adoção de melhores práticas de governança pode subsidiar políticas relacionadas ao fomento do investimento em ações e outras formas de capitalização das empresas, alinhando-se com a necessidade de aumento do investimento interno, condição defendida por diversos economistas como essencial à sustentabilidade do crescimento econômico.

Problema de pesquisa

Este estudo pretende identificar a existência de associação entre níveis de governança corporativa, endividamento, e a ocorrência ou não de participação dos bancos, BNDES e fundos de pensão na composição acionária das companhias listadas na BM&F Bovespa.

Este problema de pesquisa se desdobra em duas perguntas específicas, cuja resposta se dará pelos resultados obtidos na modelagem multivariada dos dados coletados na pesquisa:

I – Há associação entre endividamento e nível de governança das empresas estudadas?

II – Há associação entre a existência de participação acionária dos bancos, BNDES e fundos de pensão nas empresas estudadas e seu nível de governança?

Revisão Bibliográfica

Dentre os inúmeros efeitos negativos que sucedem às crises econômicas, destacam-se fenômenos que podem ser considerados positivos. A reflexão sobre os sistemas de vida e organização sócio-econômica é um deles.

Em 1932, como fruto de suas análises da crise de 1929, Adolf Berle e Gardiner Means publicam *Modern Corporation and Private Property*. Analisando os efeitos da evolução das grandes corporações no início do Século XX sob a ótica econômica e legal, e os efeitos da recessão, ressaltam as conseqüências preocupantes originadas da separação entre a propriedade jurídica das companhias e seu efetivo controle.

Adolf Berle, um estudante prodígio que em 1916 se tornou o mais jovem graduado em Harvard aos 21 anos de idade, e que teve atuação junto à representação diplomática norte-americana no Brasil, considera que “o acionista que investe em uma corporação moderna entrega seu patrimônio àqueles que detêm o seu efetivo controle, desistindo do direito de que a corporação deva ser operada em seu próprio interesse”. Gardiner Means argumenta que onde uma economia é sustentada por grandes empresas, “são os interesses das corporações e não do público que governam a sociedade.” Defendem direitos de voto dedicados aos minoritários, aumento na transparência das informações e evolução da contabilidade. Elementos até hoje essenciais nos códigos de melhores práticas de governança corporativa.

A partir desta perspectiva, característica do contexto anglo-saxão de dispersão do capital, o estudo das práticas de governança corporativa se debruçou majoritariamente sobre o problema resultante da separação entre a propriedade e a gestão das empresas, conhecido por problema da agência.

Nesta concepção, caberia à governança corporativa promover meios de garantir que a administração das corporações atenda aos interesses do acionista ou investidor, incorrendo no menor custo possível para este fim, maximizando o valor da empresa sob as condições de tomada de risco previamente estabelecidas. “Genericamente podemos definir governança corporativa como o conjunto de métodos para assegurar que os investidores tenham o retorno de seu dinheiro” (SHLEIFER E VISHNY, 1997).

Entre os desafios a serem enfrentados pelos sistemas de governança podemos destacar o desvio de recursos financeiros, o uso do controle da empresa para atender interesses particulares, a assunção de riscos exagerados ou, no outro extremo, a completa aversão ao risco, empobrecendo o retorno do capital.

A aplicação dos recursos em caixa pela diretoria da empresa em investimentos de baixo retorno, ao invés de retorná-los aos investidores, é uma das conclusões dos estudos empreendidos por JENSEN, em 1986, tendo por objeto a indústria petrolífera.

Em razão das incertezas associadas às questões acima suscitadas, entre tantas relativas à governança, investidores relutarão em investir, o que impossibilitará o aproveitamento de oportunidades de mercado, enfraquecendo a competitividade das empresas.

O foco no equacionamento do problema da agência predomina nos países cujo sistema de governança é eminentemente orientado ao mercado, principalmente EUA e Inglaterra (VIVES, 2000).

Ocorre que esta delimitação das questões de governança ao enfrentamento do problema da agência não se mostra mais suficiente em face dos escândalos financeiros envolvendo grandes corporações americanas, destacando-se os casos ENRON, WorldCom e Tyco, que resultaram em perdas sistêmicas para toda a economia mundial.

Neste contexto de mudanças, é percebida uma crescente discussão no meio acadêmico quanto aos modelos de governança predominantes nas diversas regiões do planeta, bem como sobre a necessidade de maior regulação.

Em 1982, segundo ALLEN e DOUGLAS, um estudo conduzido por GROSSMAN e HART revela o papel disciplinador exercido pelos credores sobre a administração das empresas, introduzindo a referência ao débito como elemento de fortalecimento da governança.

A questão do atendimento aos diversos grupos de interesse que circundam a empresa, como seus funcionários, clientes, o governo, a comunidade local, fornecedores, os nomeados *stakeholders*, passa a fazer parte indissociável da reflexão sobre as questões relativas à governança corporativa.

Em verdade, a partir da década de 80, cresce a participação ativa de fundos americanos na composição acionária das corporações, relativizando o papel tradicionalmente destinado à dispersão de capital e à eficiência do mercado acionário como fatores de governança, fundamento do modelo Anglo-Saxão.

Sistemas de governança como o germânico e o japonês, orientados à participação dos bancos e focados nos inúmeros relacionamentos da empresa com seus diversos *stakeholders*, como clientes, fornecedores, trabalhadores, entre outros, passam a receber maior atenção dos pesquisadores.

Diversos estudos são apontados por VIVES, 2000, para corroborar a existência de fatores de sustentação à governança através do uso das instituições de crédito, e especial os grandes bancos. (FRANKS AND MAYER, 1997; HOSHI E OUTROS, 1990; AOKI E PATRICK, 1994). Nos sistemas germânico e japonês, em especial, é identificada uma participação relevante dos bancos na composição acionária das principais empresas, o que, segundo os estudos citados, seria um fator de redução das restrições de liquidez e dos custos de agência.

O sistema de governança brasileiro está em rápida evolução, e tem sua conformação ainda a ser definida, tendo em vista que o maior desenvolvimento do mercado acionário brasileiro somente se deu nas duas últimas décadas.

Uma característica da realidade empresarial brasileira relativa à governança é a presença de holdings e acordos de acionistas que permitem o controle das empresas por pequenos grupos (SILVEIRA, A. MICELI, 2006). Este autor aponta as deficiências na proteção dos acionistas minoritários como um dos tópicos a merecerem maior atenção das autoridades reguladoras do mercado.

Outra característica relevante do sistema brasileiro é a co-existência de acionistas com direito a voto e acionistas sem direito à participação no controle da empresa.

Em linhas gerais, a limitada proteção legal do acionista minoritário e a dispersão reduzida do capital justificam a criação de níveis diferenciados de governança como meio de classificar as práticas adotadas pelas empresas, diferenciando aquelas que optam por aderir às melhores práticas de governança corporativa.

Outra característica a destacar no sistema de governança brasileiro é a relevante influência estatal nas empresas, o que nos aproxima de características presentes no sistema francês de governança.

Esta referida influência estatal se perfaz mediante a participação direta, por meio de empresas estatais ou empresas de economia mista, ou indireta, através da participação dos fundos de pensão dos funcionários destas mesmas empresas, ou pela concessão de empréstimo pelos bancos públicos, com destaque à atuação do BNDES.

Ilustrando esta perspectiva, a jornalista Janes Rocha, em matéria publicada no Valor Econômico de 28 de junho de 2010, identifica a existência de 76 empresas de capital aberto no portfólio de investimentos da caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, a PREVI, que mantém 226 conselheiros no board dessas empresas.

LAMEIRA e NESS, em 2007, em pesquisa realizada com empresas brasileiras, verificaram que empresas que avançaram na adoção de padrões mais elevados de governança, para atender os níveis de ADRS 2 e 3, em consonância com a Lei Sarbanes Oxley, norte americana, apresentaram correlação positiva para valor de mercado.

Metodologia

Trata-se de uma análise exploratória e quantitativa da pergunta de pesquisa, que se ampara na identificação de associações entre variáveis qualitativas com base em modelagem multivariada, que objetiva a criação de mapas perceptuais através da técnica intitulada ANACOR (Análise de Correspondência).

Segundo FÁVERO, 2009, a técnica de análise de correspondência, ANACOR, permite a análise da distribuição de frequências de duas variáveis qualitativas, e busca mostrar a associação entre as variáveis através de uma representação em duas dimensões, o mapa perceptual, no qual as categorias mais associadas estarão mais próximas.

Por deter-se na análise de variáveis categóricas, e tratar-se de uma técnica exploratória, não se pretende alcançar resultados preditivos, mas tão somente identificar e caracterizar a associação das variáveis estudadas no contexto do mercado de ações brasileiro, buscando dar contribuições ao conhecimento sobre as inter-relações entre níveis diferenciados de governança e elementos de débito e investimento por parte das principais instituições de capital do país.

Em razão da caracterização não métrica das variáveis, em conformidade com ensinamento de MARTINS e THEÓPHILO, 2009, é utilizado o teste qui-quadrado para identificar a significância das associações entre as variáveis estudadas.

A análise de correspondência utiliza o procedimento de normalização simétrica, mais adequada a retratar as similaridades e diferenças entre as variáveis.

A variável endividamento foi coletada em forma métrica, bem como a variável patrimônio líquido. Para subsidiar a análise de correspondência é calculada uma nova variável categórica com três classificações: empresas com patrimônio líquido negativo, empresas com endividamento limitado, correspondentes àquelas em que o endividamento financeiro total é igual ou inferior ao seu patrimônio líquido e empresas com alto endividamento, categoria nas quais estariam aquelas com endividamento superior ao seus respectivos patrimônios líquidos.

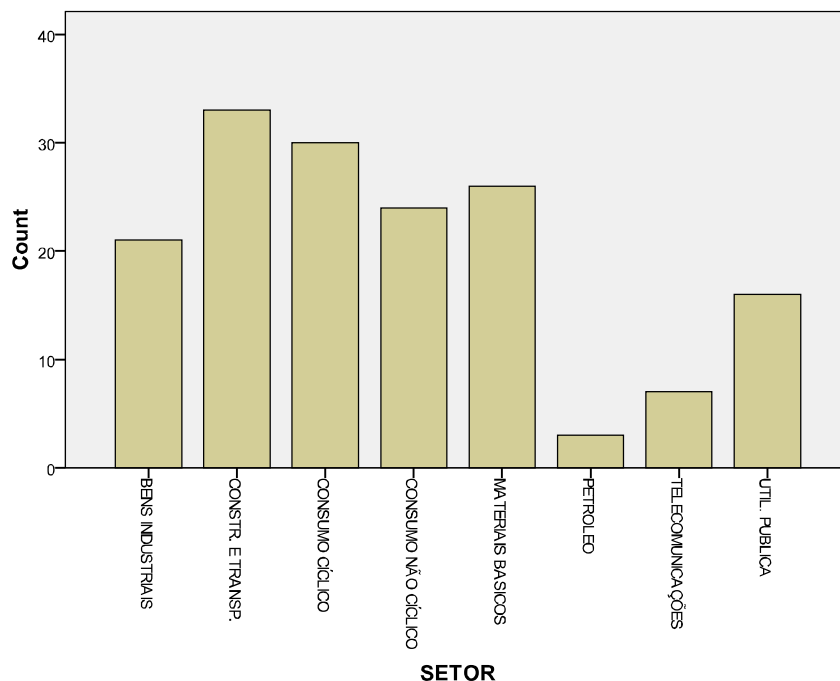
A variável governança apresenta os níveis de governança das empresas listadas em bolsa, e foi obtida mediante relação disponível no site da BM&F Bovespa, em junho do corrente ano de 2010. Apresenta as seguintes categorias: 0 (nula), 1 (N1 – nível um), 2 (N2 – nível dois), e 3 (NM – novo mercado).

A variável participação das instituições de capital identifica a ocorrência de participação dos bancos, BNDES e fundos de pensão na composição acionária das empresas conforme dados de 2009, encontrados no site da BM&F Bovespa. Apresenta as seguintes categorias: 0 (nula, sem participação), 1 (participação de banco), 2 (participação do BNDES), 3 (participação de fundo de pensão), 4 (participação múltipla, de duas ou mais categorias).

A principal limitação da pesquisa está na coleta de dados sobre a composição acionária das empresas. Por se restringir às informações disponíveis no site da BM&F Bovespa, não é possível identificar os efeitos de holdings em cascata e também algumas participações cruzadas na composição do controle das empresas listadas.

Em verdade, o uso de holdings para concentração do controle das empresas é característico do sistema de governança brasileiro, conforme aponta SILVEIRA e SAITO, 2009.

A amostra não probabilística é composta por 160 empresas listadas na BM&F Bovespa, com a seguinte distribuição de setores de atuação:



Foram selecionadas empresas de diversos setores, seguindo a classificação disposta pela própria BM&F Bovespa, excluído o setor financeiro em razão das características singulares deste setor, que conta com supervisão pelo Banco Central, e regulação específica.

A composição de uma amostra diversificada busca representar a diversidade da economia brasileira, sem atenção a um setor específico, e contém empresas abertas de diversos portes econômicos.

Os dados coletados foram obtidos do site da BM&F Bovespa, durante o mês de junho de 2010.

Resultados das Análises:

As análises foram realizadas no software estatístico SPSS.

Primeiramente realizamos o teste qui-quadrado para verificar se é possível afastar a hipótese nula de independência das variáveis.

O teste é aplicado para as perguntas de pesquisa específicas, e apresenta os seguintes resultados:

I – associação entre categorias de endividamento e de governança corporativa

Primeiramente, analisando as tabelas de freqüências observadas e esperadas, observa-se um acúmulo de duas categorias na variável nível de governança, que são as empresas sem nível diferenciado de governança, e empresas situadas no novo mercado.

Acredita-se que o número expressivo na categoria sem nível diferenciado corresponda à realidade anterior da Bovespa, com baixa dispersão de capital. A concentração de observação de empresas no novo mercado provavelmente se deve à recente onda de abertura de capital via IPOs ocorrida na última década.

Teste qui-quadrado:

Tabelas de freqüências:

Níveis de Governança Corporativa (GC)

	Observed N	Expected N	Residual
NULL	72	40,0	32,0
N1	14	40,0	-26,0
N2	12	40,0	-28,0
NM	62	40,0	22,0
Total	160		

Categorias de Endividamento (EndivCat)

	Observed N	Expected N	Residual
LIMITADO	99	53,3	45,7
ALTO	49	53,3	-4,3
PLNEGATIVO	12	53,3	-41,3
Total	160		

Test Statistics

	GC	EndivCat
Chi-Square	74,200 ^a	71,488 ^b
df	3	2
Asymp. Sig.	,000	,000

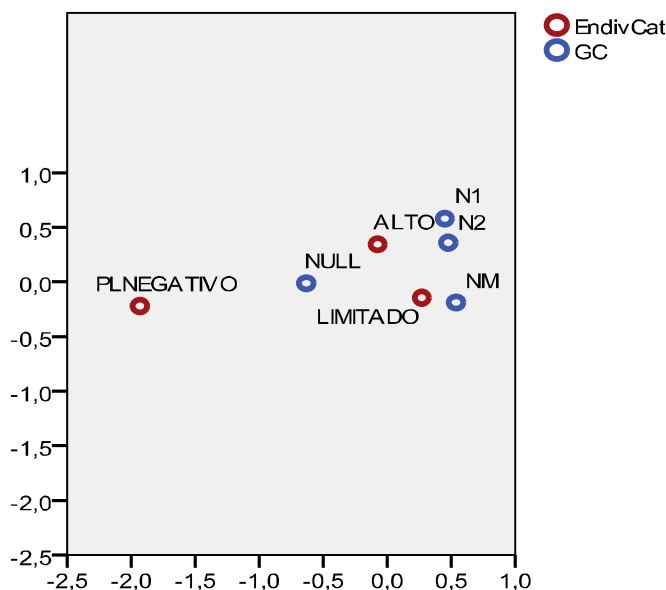
Pelo teste qui-quadrado, verifica-se que a associação entre as variáveis é significativa, afastada a hipótese nula de independência das variáveis.

ANACOR – Análise de Correspondência

A análise de correspondência é realizada pelo procedimento de normalização simétrica, mais adequada à verificação de similaridades e diferenças entre os grupos de categorias (FÁVERO, 2009)

Através do mapa perceptual abaixo podemos perceber as seguintes associações entre as categorias das variáveis analisadas:

Symmetrical Normalization



1 – O nível de governança Novo Mercado (NM) está associado a um nível de endividamento limitado. Esta é a principal associação resultante da análise, e concentra o maior número de observações quanto à variável endividamento;

As demais associações são menos evidentes, provavelmente em razão do pequeno número de observações com as demais categorias de endividamento.

2 – A categoria de endividamento PL negativo está associado à ausência de nível diferenciado de governança;

3 – Os níveis de governança N1 e N2 estão associados às categorias de alto endividamento e de endividamento limitado;

4 – A ausência de um nível diferenciado de governança não está associada a uma categoria específica de endividamento.

Correlação de postos de Spearman

Para mensurarmos a intensidade da correlação entre as categorias de endividamento e o nível de governança utilizamos o coeficiente de correlação por postos de Spearman, adequado à mensuração de correlações entre variáveis ordinais (MARTINS e THEÓPHILO, 2009).

Correlations

		GC	EndivCat
GC	Pearson Correlation	1	-,273**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	160	160
EndivCat	Pearson Correlation	-,273**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	160	160

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

O resultado do teste confirma a significância da associação entre as variáveis, apresentando um coeficiente de correlação de - 0,273, com significância de $0,000 < 0,01$. O coeficiente é negativo pois a maior ordem de governança (novo mercado) está associada à menor ordem de endividamento (endividamento limitado)

II – associação entre categorias de governança e ocorrência de participação de bancos, BNDES e fundos de pensão

Primeiramente, analisando as tabelas de frequências observadas e esperadas, solicita-se a leitura das considerações já feitas no item anterior sobre a variável governança corporativa.

Quanto à variável que mede a participação dos bancos, BNDES e fundos de pensão, nota-se um acúmulo de empresas que não revelam, conforme dados encontrados no site da BM&F Bovespa, participação das instituições de capital estudadas.

Nota-se ainda que as demais categorias apresentam distribuição mais equilibrada, correspondendo a categoria multi à participação conjunta de mais de uma categoria de instituições estudadas.

Teste qui-quadrado:

Níveis de Governança Corporativa (GC)

	Observed N	Expected N	Residual
NULL	72	40,0	32,0
N1	14	40,0	-26,0
N2	12	40,0	-28,0
NM	62	40,0	22,0
Total	160		

Participação de bancos, BNDES e Fundos de Pensão (PARTMULTI)

	Observed N	Expected N	Residual
NENHUMA	93	32,0	61,0
BCO	23	32,0	-9,0
BNDES	13	32,0	-19,0

Níveis de Governança Corporativa (GC)

	Observed N	Expected N	Residual
NULL	72	40,0	32,0
N1	14	40,0	-26,0
N2	12	40,0	-28,0
NM	62	40,0	22,0
FP	10	32,0	-22,0
MULTI	21	32,0	-11,0
Total	160		

Test Statistics

	GC	PARTMULTI
Chi-Square	74,200 ^a	149,000 ^b
df	3	4
Asymp. Sig.	,000	,000

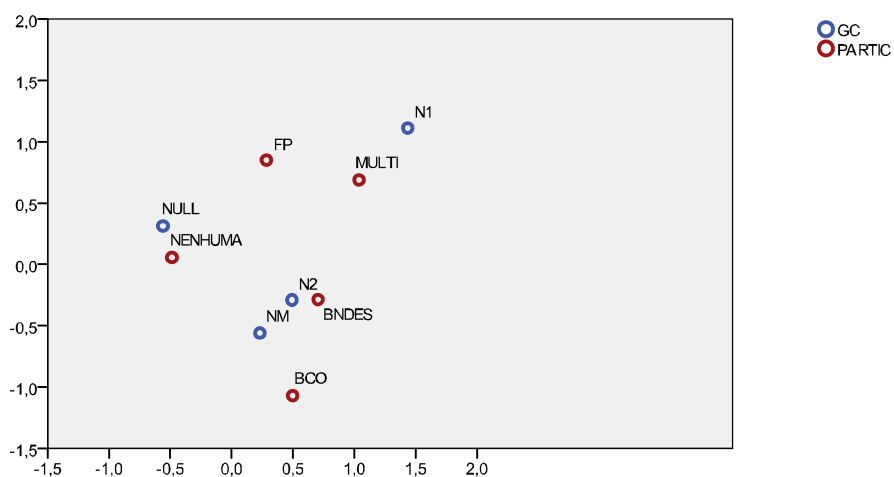
Pelo teste qui-quadrado, verifica-se que a associação entre as variáveis é significativa, afastada a hipótese nula de independência das variáveis.

ANACOR – Análise de Correspondência

A análise de correspondência é realizada pelo procedimento de normalização simétrica, mais adequada à verificação de similaridades e diferenças entre os grupos de categorias (FÁVERO, 2009)

Através do mapa perceptual abaixo podemos perceber as seguintes associações entre as categorias das variáveis analisadas:

Symmetrical Normalization



1 – Existe associação entre a ausência de participação de bancos, BNDES e fundos de pensão e a ausência de um nível diferenciado de governança.

2 – Existem indícios de associação entre níveis diferenciados de governança e a participação de bancos, BNDES e fundos de pensão, bem como de participações de múltiplas instituições.

3 – Existe associação entre o nível N2 de governança e a participação do BNDES

4 – Existem indícios de associação entre NM e participação de bancos e BNDES

Correlação de postos de Spearman

Para mensurarmos a intensidade da correlação entre a participação das instituições de capital estudadas e o nível de governança, utilizamos uma categorização ordinal da primeira variável, que assim se apresenta: 0 – nenhuma participação, 1 – apenas um tipo de participação, 2 – participação de dois tipos de instituições, 3 – participação de três instituições.

			GC	NumPart
Spearman's rho	GC	Correlation Coefficient	1,000	,210**
		Sig. (2-tailed)		,008
		N	160	160
	NumPart	Correlation Coefficient	,210**	1,000
		Sig. (2-tailed)	,008	
		N	160	160

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

O resultado do teste confirma a significância da associação entre as variáveis, apresentando um coeficiente de correlação de 0,210, com significância de $0,008 < 0,01$.

Conclusões

Considerando as mudanças observadas no mercado acionário brasileiro, com destaque ao boom de novas ofertas de ações no mercado de ações (IPOS) a partir de 2004, é constatada a necessidade de pesquisas que tenham por objeto o desempenho relativo das empresas listadas no Novo Mercado, e demais níveis diferenciados de governança (SILVEIRA e SAITO, 2009).

Nesta perspectiva é verificada a utilidade do presente estudo, que contribui na identificação de associações significantes entre a participação dos bancos, fundos de pensão e o BNDES, e a adoção de níveis diferenciados de governança pelas empresas que recebem investimentos destas instituições de capital.

Se considerarmos alguns dos desafios colocados ao sistema de governança brasileiro, como a administração de risco, aperfeiçoamento dos procedimentos de auditoria e monitoramento financeiro e mesmo de desempenho econômico, não é apropriado dispensar a expertise das instituições financeiras quanto ao desempenho destas tarefas.

O estudo confirma a existência de associação entre as variáveis estudadas, mas não traz qualquer resultado assertivo quanto às possíveis relações de causa e efeito, por sua característica exploratória e pelas limitações intrínsecas dos métodos utilizados.

Estudos posteriores devem avançar sobre estas relações de causa e efeito como forma de aperfeiçoar o conhecimento sobre a governança corporativa e sua associação com o desenvolvimento das empresas, do mercado de capitais e do desenvolvimento da economia brasileira.

Pesquisas qualitativas e quantitativas em profundidade, envolvendo as instituições de capital estudadas e suas respectivas políticas de investimento, podem fornecer novos elementos que expliquem as associações observadas.

Referências:

ALLEN, F., GALE, D. *Corporate Governance and Competition*, In VIVES, Xavier. *Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives*. UK, Cambridge University Press, 2000.

FÁVERO, L.P., BELFIORE, P., SILVA, F., L., CHAN, B. L. *Análise de Dados. Modelagem multivariada para tomada de decisões*. São Paulo, Elsevier, 2009.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) – em www.ibgc.org.br

LAMEIRA, V., NESS, Walter. ADRS, Differentiated levels of Corporate Governance at the São Paulo Stock Exchange and the Performance of the Publicly Traded Brazilian Companies. *International Journal of Business Studies*, vol.15, nº 2, pg.67-82, 2007.

MARTINS, G. A. e THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas*, 2ª Ed, Ed. Atlas, 2009.

NACIRI, A. *Corporate Governance Around the World*. Routledge, NY, 2009

SECURATO, J. C. *Uma década de governança corporativa. História do IBGC, marcos e lições da experiência*, São Paulo, Saint Paul e Saraiva, 2006

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. *Large Shareholders and Corporate Control*. *Journal of Political Economy*, vol. 94, 1997.

SILVEIRA A. Miceli. *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade*, Saint Paul Institute of Finance, 1ª Ed., São Paulo, Brazil, 2006

SILVEIRA, A. Miceli, SAITO, R.. *Corporate Governance in Brazil: Landmarks, Codes of Best Practices, and Main Challenges*. 2009.

VIVES, Xavier. *Corporate Governance: Does it matter?* In VIVES, Xavier. *Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives*. UK, Cambridge University Press, 2000.