

OS IMPACTOS DO REGULAMENTO DO NOVO MERCADO DA BOVESPA NA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

The Impacts of Bovespa New Market' S Rules in the Brazilian Corporate Government

João Roberto Marques Lobo¹
Rodrigo de Magalhães Cunha²
André Luiz de Oliveira Guimarães³

RESUMO

As fraudes contábeis descobertas no final do século passado e início do atual, envolvendo grandes corporações americanas e européias levaram os investidores a exigir mais transparência dos gestores das grandes organizações e novas modalidades de proteção aos acionistas. Tais exigências acabaram sendo incluídas em leis e modelos de governança exigidos em determinados mercados financeiros. É o caso do regulamento do Novo Mercado da BOVESPA que determina níveis de exigência de governança diferenciados para empresas que desejam se lançar na bolsa de valores. O objetivo deste trabalho é entender como esses níveis estabelecidos no regulamento do Novo Mercado da BOVESPA estão impactando as empresas que buscam recursos no mercado financeiro no Brasil. Com a adoção de formatos mais transparentes, o mercado espera a redução de conflitos entre empresas e investidores e melhor *performance* das empresas no que se refere ao acesso ao capital e o retorno aos acionistas.

PALAVRAS-CHAVE: administração; governança corporativa; transparência.

ABSTRACT

The accounting frauds which were found out at the end of last century and at the beginning of the current one, involving big American and European corporations led investors to demand greater transparency from big organizations managers and new protective ways for the shareholders. Such demands were included in laws and government models required in certain financial markets. That is the case of the rules of BOVESPA New Market which determines distinguished levels of government requirement for companies that wish to be launched into the stock market. The aim of this essay is to understand how these levels established in the rules of BOVESPA New Market are impacting on companies which search resources in the Brazilian financial market. With the adoption of more transparent formats, the markets expect a decrease in conflicts between enterprises and investors and a better performance of the companies as regards the access to the capital and to the return to the shareholders.

KEYWORDS: administration; corporate government, transparency.

¹ Mestre em Sistemas de Gestão pela UFF. Professor da Faculdade Estácio de Sá de Juiz de Fora e de outras Instituições de Ensino Superior na cidade de Juiz de Fora.

E-mail: jrmlobo@uol.com.br

² Mestre em Administração pelo IBMEC-RJ. Professor da Faculdade Estácio de Sá de Juiz de Fora e de outras Instituições de Ensino Superior na cidade de Juiz de Fora.

E-mail: RodrigoJF@BRFree.com.br

³ Graduado em Administração pela FES/JF

E-mail: guimarãesjf@yahoo.com.br

1 INTRODUÇÃO

Criar um ambiente corporativo no qual os interesses e preocupações dos vários envolvidos sejam preservados passou a ser o grande desafio dos gestores no final da última década, principalmente após serem descobertas fraudes milionárias em empresas americanas e européias, que deram prejuízos de milhões de dólares a investidores e outros *stakeholders*¹.

As discussões envolvendo o tema e a evolução de práticas de governança tem sido particularmente intensa durante as últimas décadas, visto que investidores institucionais estão assumindo um papel crescente no financiamento de empresas no mundo inteiro.

O Brasil não ficou à margem deste tema. Até a década de 80, o mercado brasileiro se caracterizava por ter grande parte de empresas com capital fechado e controle familiar, com fortes restrições ao acesso a fontes alternativas de financiamento via mercado de capital.

A flexibilização do sistema iniciada nas duas últimas décadas do século passado leva à revisão do sistema e a um novo mercado econômico e político: de um lado um capitalismo com maior responsabilidade social e de outro, a abertura e a busca de maior eficiência econômica (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Empresas brasileiras empreenderam aberturas e profissionalizaram a administração para terem acesso ao capital. Com isto, as condições estruturais do Brasil na entrada do século XXI são o resultado das influências exercidas pelo amplo conjunto de fatores que levaram as empresas globalizadas a adotarem regimes de governança mais transparentes, com maior nível de segurança para os acionistas minoritários, redução dos preferencialistas², criação de conselhos mais independentes, padrões modernos de controle e auditoria e prestações de contas com padrões internacionais.

Por se tratar de um tema contemporâneo, com destaque para o regulamento para o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), esse estudo aponta para os conceitos de governança corporativa, permitindo aos interessados entendimentos iniciais de como uma empresa pode se ajustar aos novos modelos deste mercado.

Busca ainda, por meio de uma pesquisa bibliográfica, entender como os níveis estabelecidos no regulamento do Novo Mercado da BOVESPA estão impactando as empresas que buscam recursos no mercado financeiro no Brasil.

No primeiro capítulo serão avaliados os diversos conceitos construídos sobre governança corporativa, avaliando seus princípios básicos e as mudanças provocadas no mercado como consequência da aplicação da Governança Corporativa.

¹ *Stakeholders* são todos os segmentos que sofrem impactos (ou impactam) de alguma forma das decisões tomadas pela empresa, como funcionários, clientes, fornecedores, credores e comunidade em geral.

² Acionistas que detêm ações preferenciais.

No segundo capítulo serão avaliados aspectos previstos nas regras do Novo Mercado, e suas implicações na gestão das empresas brasileiras.

É relevante ressaltar o campo de pesquisa que se abre com a adoção destas novas práticas, visto que é necessário um acompanhamento acadêmico de qualidade para avaliar as reais mudanças enfrentadas pelas organizações e seus impactos nos meios social, organizacional e financeiro.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na economia capitalista do mundo moderno e globalizado, as empresas utilizam o mercado de capitais para financiamento de suas atividades de longo prazo, abrindo seu capital social para que investidores de diversos locais, independente da situação geográfica, possam investir em suas ações de modo a auferir lucros.

Essas ações são comercializadas por agentes, através das bolsas de valores, e visam, por um lado, capitalizar a organização a fim de promover o desenvolvimento de suas atividades fins, e por outro, o lucro do investidor, que confia na administração da organização para que seus recursos sejam maximizados.

Muitas vezes os acionistas não têm nenhum poder sobre as atividades da administração da organização, estando à mercê dos gestores, que são os responsáveis por definir as metas da empresa e definir suas ações estratégicas frente às incertezas do mercado. Portanto, é esperado destes levar a organização ao encontro de objetivos que maximizem as riquezas dos investidores.

Ao investidor cabe esperar que as decisões dos administradores sejam suficientes para que os resultados desta relação da empresa com os diversos ambientes do mercado produzam ações valorizadas, gerando o lucro esperado pelos investidores.

Nem sempre o investidor tem acesso ao formato das decisões, sendo, portanto, mero expectador das atitudes dos gestores. Os gestores, por sua vez, são executivos contratados pelo grupo de acionistas e deles dependem o sucesso ou não das atividades da empresa (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Os investidores nem sempre são conhecedores das atividades da empresa, nem conhecem seus administradores, já que adquirem as ações através de agentes das corretoras que as negociam ou depositam seus recursos em fundos de investimentos de bancos, esperando a valorização. Nesta situação, os investidores possuem a propriedade da empresa, mas não seu controle.

Já os administradores irão tomar decisões internas³ que afetarão a valorização das ações, alterando seus resultados para maior ou menor. Estes possuem o controle das decisões.

Esta segregação de conceitos entre propriedade e controle, leva a possibilidade de conflitos de interesses, que são os chamados “conflitos de agência”⁴.

A separação da propriedade e controle entre acionistas e gestores por meio da oferta pública de ações, característica marcante das grandes corporações modernas, fez com que surgisse a necessidade da criação de mecanismos que alinhassem os interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de fazer com que os primeiros procurassem sempre agir no melhor interesse de todos os acionistas, entendido como a maximização da riqueza a partir do que foi investido (SILVEIRA, 2002, p. 64).

Pelo exposto, espera-se do gestor a perfeita sintonia entre os interesses dos acionistas e os procedimentos de administração dos recursos destes alocados na corporação.

Shleifer e Vishny, *apud* Andrade e Rossetti (2006) definem a Governança Corporativa como sendo o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas, estabelecendo caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos.

Governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação (SIFERT FILHO, 1998). Assim, os princípios básicos que inspiram as boas práticas de governança são a transparência, a equidade, a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa, de tal forma que seja possível estabelecer controles e monitoramento da gestão de uma empresa por seus *stakeholders*.

2.1 PRINCÍPIOS BÁSICOS DE GOVERNANÇA

A transparência sempre foi um paradigma nas grandes empresas, principalmente nas familiares, em que o acionista majoritário acumulava as funções de gestor e controlador

³ As forças que atuam neste cenário são diversas, podendo ser internas e externas. No caso estão sendo focadas apenas as forças internas, que estão sob a gestão dos administradores e sobre as quais eles têm influência direta (nota do autor).

⁴ Possibilidade de que administradores possam colocar metas pessoais à frente de metas da sociedade anônima (GITMAN, 2001).

familiar, submetendo o conselho Fiscal e de Administração às suas vontades. Este quadro começou a mudar na década de 1980, com a Lei das SAs⁵.

A transparência deve ser entendida como a necessidade, devendo ser cultivado nas organizações o desejo de melhor informar, exercendo uma boa comunicação, tanto interna quanto externa. É boa comunicação, particularmente quando espontânea, franca e rápida que resulta um clima de confiança tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros (IBGC, 2006).

As comunicações da organização não devem se ater apenas às questões de ordem econômico-financeira, mas abranger todo o universo das ações da empresa, incluindo os fatores que norteiam a ação empresarial na busca de valores, mesmo os menos tangíveis.

A transparência não pode ser apenas um mero argumento de retórica, mas uma prática constante das ações da corporação.

As discussões devem ser públicas, no universo de seus *stakeholders* e devem abranger todos os assuntos, mesmo os mais melindrosos, como sucessão, avaliação de desempenho dos executivos, diretores e conselheiros, profissionalização da gestão, independência da auditoria, planejamento tributário, critérios de contabilização, entre outros, que vão construir a cultura da transparência (RODRIGUES, 2007).

A transparência vai favorecer a outro importante quesito básico da governança corporativa, que é a equidade, ou seja, tratamento igualitário e justo de todos os grupos minoritários, seja dos investidores de capital ou demais *stakeholders*. As empresas brasileiras sempre tiveram uma grande dificuldade em estabelecer uma relação adequada com os acionistas, entendendo-os como meros emprestadores de dinheiro, não lhes permitindo o direito de opinar ou dirigir os negócios.

É, portanto, dever do Conselho de Administração prover, por meio do seu porta-voz, o mercado acionário com informações verídicas. A postura fidedigna da empresa se transforma em valor (SETUBAL Jr., 2006).

Com a transparência e o tratamento igualitário, todos os segmentos do mercado têm as informações necessárias a suas decisões de compra e venda, por exemplo. Não há privilégios que possam gerar desequilíbrios e, caso ocorram, existem mecanismos que podem tornar a operação ilegal e promover seu cancelamento.

A lei americana *Sarbanes-Oxley* trata deste assunto com muita profundidade, estabelecendo penas pesadas a diretores que não cumprirem o conceito básico da prestação de contas (*accountability*). Hoje existem padrões internacionais aceitos para

⁵ Lei das SAs – lei 6.404 de 1976 – que versava sobre a instituição e prática do Conselho. Foi substituída pela lei 10.103 de 2001.

informações contábil-financeiras, o que permite que acionistas e demais *stakeholders* possam avaliar e julgar as contas da Administração.

No modelo globalizado no qual estão inseridas as grandes corporações, os mecanismos de prestação de contas – *accountability* – e de abertura das informações institucionais ganham relevância contínua. Empresas que não se alinharem aos conceitos de transparência e ética de responsabilidades social terão cada vez menos espaço num mercado que tende a priorizar cada vez mais os compromissos da organização para com seus empregados e para com a sociedade. (SETUBAL Jr., 2006).

2.2 MUDANÇAS NAS ORGANIZAÇÕES COM APLICAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

As implicações da lei americana *Sarbanes-Oxley* extrapolam as fronteiras americanas, já que as empresas que possuem filiais fora do território americano também têm que enquadrá-las segundo esta lei. Soma-se a isto a exigência de que todas as empresas que negociam títulos em bolsas de valores americanas também devem se sujeitar aos controles exigidos na referida lei. Assim, as multinacionais americanas instaladas no Brasil e as empresas brasileiras que lançaram ou pretendem lançar títulos no mercado financeiro através da bolsa de valores de Nova Iorque, por exemplo, devem estar adequadas aos princípios de controles da Governança Corporativa.

As novas regras de administração para as corporações com capital aberto impõem novos custos e modificações significativas nos procedimentos e nas práticas, bem como na vida cotidiana dos executivos e seus subordinados. As responsabilidades pessoais tornam-se mais explícitas e os riscos mais altos, tendo em vista os inúmeros procedimentos que são exigidos pelas empresas sujeitas a relatórios de acompanhamento mais rígido. O reflexo é a necessidade de inevitáveis alterações em diversos processos dentro da empresa e o uso de novas ferramentas, principalmente de Tecnologia de Informação, que facilitem os controles e garantam a transparência dos atos negociais dos dirigentes (PECK, 2006).

O não cumprimento de prazos pode acarretar penalidades para a empresa e seus gestores, o que demonstra que estas práticas não são apenas um novo modismo, mas uma norma estabelecida com vistas a regular um importante segmento da sociedade, que é o mundo dos negócios, exigindo do administrador uma postura ainda mais ética e transparente.

Destaca-se a ampliação das exigências de mecanismos de controles, rapidez no fornecimento de informações e necessidade de novos conhecimentos. Nem todas as empresas estão capacitadas para a implantação destas mudanças e nem todos os seus

executivos detêm todo o conhecimento necessário para as mudanças, daí a oportunidade de negócios também para a área de consultorias.

Peck (2006) ressalta que a lei *Sarbanes-Oxley* exige um acompanhamento constante das conformidades, numa rotina de avaliação contínua e validação dos controles internos, mantendo um histórico de operações em banco de dados e fluxo contínuo de informações, para permitir a tomada das melhores decisões empresariais e também resguardar a legalidade destes atos.

3 O MODELO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

As análises da pesquisa do Instituto Brasileiro Governança Corporativa (IBGC) sobre a governança corporativa no Brasil identificam o perfil das empresas abertas brasileiras, listadas em bolsas de valores.

Baseado nestas análises, Silveira (2002) levantou as seguintes características relacionadas a estas empresas: possuem em seu poder alta concentração de ações ordinárias, com direito a voto, e alto índice de emissão de ações preferenciais, sem direito a voto; o controle da empresa é familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores, alinhados por acordos de acionistas; os acionistas minoritários são pouco ativos; alta sobreposição entre propriedade e gestão; escassez de conselheiros profissionais no Conselho de Administração; estrutura informal dos conselhos de Administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria e sucessão.

Após os escândalos causados por fraudes em balanços financeiros de grandes corporações americanas e européias, o mercado brasileiro buscou modernizar-se, passando a formular critérios rígidos para garantir a segurança de investidores e a perenidade das organizações, evitando que as características citadas acima prejudicassem os investidores.

No Brasil, buscou-se a modernização adotando-se normas de boa governança. Este papel coube principalmente ao IBGC, à BOVESPA e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), além do Congresso Nacional, promotor da Lei das SAs.

A necessidade de obter recursos de menor custo é um fator que está motivando as empresas brasileiras a adotarem procedimentos mais modernos de governança corporativa, principalmente nos aspectos de maior interesse dos investidores internacionais, dos acionistas minoritários que exigem maior transparência das informações ao mercado e a profissionalização dos Conselhos de Administração (ANDRADE; ROSSETI, 2006).

Além destes incentivos do mercado decorrentes da competitividade, estes autores citam ainda como fatores importantes para as mudanças e melhorias das práticas de governança pelas empresas brasileiras algumas iniciativas institucionais e governamentais, destacando

as seguintes: a criação do Instituto Brasileiro da Governança Corporativa em 1995; a aprovação da Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, conhecida como a Nova Lei das SAs; criação dos níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado⁶ pela BOVESPA; o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão; a definição pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para concessão de financiamentos.

O estabelecimento de níveis de governança corporativa pela BOVESPA visou destacar as empresas que desejam se comprometer com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa. A adesão ao novo modelo, denominado Novo Mercado é opcional, todavia sua adoção é objeto de contrato e sua manutenção é fiscalizada. Os Níveis 1 e 2 se diferenciam pela exigência crescente de práticas de governança.

Silveira (2002 e 2004), Andrade e Rossetti (2006) e BOVESPA (2006a) destacam como principais exigências para as empresas que desejam se inscrever no Nível 1 de governança corporativa:

- **free-float:** manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, correspondentes a 25% do capital;
- **informações adicionais:** abrir para o mercado informações consolidadas independente das informações estabelecidas em lei com revisão especial emitida por auditor independente e quantidades de ações em circulação por tipo e classe;
- **dispersão:** mecanismos de oferta de ações ao mercado que favoreçam maior dispersão de capital;

Para o Nível 2 de governança corporativa, Silveira (2002), Andrade e Rossetti (2006) e BOVESPA (2006b) destacam que as empresas se comprometem, além das exigências previstas para o nível 1, a adotar um conjunto ainda mais amplo de práticas, aumentando os direitos dos acionistas minoritários. Dentre as exigências, são destacadas as seguintes: mandado unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; elaboração de demonstrações financeiras segundo padrões internacionais; em caso de venda do controle acionário, estender a oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, nas mesmas condições obtidas pelos controladores. Para os detentores de

⁶ O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação (BOVESPA, 2007).

ações preferenciais, pagamento de no mínimo 80% do valor das ordinárias (*tag along*); estender o direito de voto às ações preferenciais em matérias relevantes na corporação, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre companhias, estudos especiais em caso de fechamento do capital, entre outros; obrigatoriedade de oferta pública de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, em caso de fechamento de capital ou do cancelamento do registro neste nível; adesão da Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.

O Novo Mercado estipula ainda que as empresas concordantes devam emitir apenas ações ordinárias, acabando com as ações sem direito a voto.

Em março de 2001, a SPC estabeleceu novas regras para definição de limites de aplicação de recursos de fundos de pensão, determinando níveis percentuais de acordo com o nível de governança corporativa adotado pela empresa. Com o crescimento dos recursos dos fundos de pensão e a necessidade de aplicá-los para manter a rentabilidade, esta pode ser uma boa oportunidade de captação de recursos por empresas de capital aberto.

Dentre todas as ações acima destacadas Andrade e Rossetti (2006) destacam onze aspectos que compõem as mudanças dos marcos legais aplicáveis ao sistema empresarial brasileiro na busca de melhorias nas práticas de governança corporativa: a redução do limite máximo de emissão de ações preferenciais; a redefinição dos direitos dos titulares de ações preferenciais; a competência e a convocação da Assembléia Geral de acionistas; a composição, o funcionamento e a competência do Conselho Fiscal; a composição e a competência do Conselho de Administração; a eleição e a composição da Diretoria executiva; os acordos de acionistas; a alienação do controle das companhias abertas; a arbitragem e a solução de conflitos internos; as novas formalidades inseridas no novo código civil; o alcance da lei americana *Sarbanes-Oxley*.

4 CONCLUSÃO

A menor transparência do modelo de governança corporativa brasileiro dificulta a relação entre acionistas e empresas, reduzindo as possibilidades de acionistas minoritários agregarem maior valor ao capital social da organização e ao seu investimento, por consequência. As regras do Novo Mercado instituídas pela BOVESPA criam um sistema de gestão mais transparente, resguardando os direitos dos pequenos investidores.

Estas regras também podem contribuir para o maior fluxo de investidores externos, que tendem a recuar seus investimentos frente a mercados de países emergentes que apresentam baixa transparência.

Uma mudança significativa é notada no campo da auditoria, que passa a necessitar de ferramental adequado para avaliar as informações obtidas e exigir as necessárias formas de controles. Com isto o perfil dos membros dos conselhos fiscais passa a ser mais profissional, em função das novas exigências tanto da lei americana, como da lei brasileira das Sociedades Anônimas que regula as empresas de capital aberto.

As 51 empresas já inscritas nos níveis 1 e 2 da BOVESPA tiveram maior valorização de suas ações, e isto pode ser decorrente da adoção dos novos mecanismos do Novo Mercado.

O conjunto de medidas adotadas pela BOVESPA pode contribuir para a formação de um novo mercado de capitais brasileiro, assentado em bases mais confiáveis, em que os investidores se sintam protegidos e prestigiados, tendo garantias de que irão obter retorno de seus investimentos.

Isto aumenta a disposição do mercado como um todo em pagar mais pelas ações, diminuindo o custo de capital para as empresas.

Em síntese, as boas práticas de governança permitem que as companhias se utilizem cada vez mais e de forma mais confiável, do mercado de capitais para a alavancagem financeira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1**. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em: 20 set. 2006.

-----. Bolsa de Valores de São Paulo. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2**. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em: 20 set. 2006.

IBCG - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 2004. Disponível em <http://www.ibcg.org.br>. Acesso em: 19 abr. 2006.

GITMAN, Laurence J. **Princípios de administração financeira - essencial**. Trad. Jorge Rtter 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

PECK, Patrícia. **Sem medo da SOX**. Disponível em <http://www.patriciapeck.com.br>. Acesso em 14 abr. 2006.

RODRIGUES, Ana Tércia L. **Governança Corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global**. IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Agosto, 2003. Disponível em <http://www.ccontabeis.com.br/conv/t04.pdf>. Acesso em: 23 maio 2007.

SETUBAL Jr, Waldemiro. **Governança Corporativa: Foco Petrobrás**. Trabalho apresentado à Universidade Estácio de Sá como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração. Rio de Janeiro, julho de 2002. Disponível em <http://www.cra-rj.org.br/bcases/petrobras.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2006.

SIFFERT FILHO, Nelson. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90**, in Revista do BNDES, Rio de Janeiro, jun. 1998.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da empresa no Brasil**. Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Administração pela Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP. São Paulo, 2002. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056>. Acessado em 25/09/2006.

-----. **Governança Corporativa e Estruturas de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho de Empresas no Brasil**. Tese para obtenção do título de Doutor em Administração pela Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP. São Paulo, 2004. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501>. Acesso em: 25 set. 2006.