

Um olhar sobre governança corporativa e suas formas de mensuração

Jéssica Santos de Paula

Mestranda em Administração - Universidade Federal de Minas Gerais

Renan William Martins

Bacharel em Ciências Atuariais - Universidade Federal de Minas Gerais

Antônio Dias Pereira Filho

Professor do Departamento de Ciências Administrativas – FACE/UFMG

Resumo:

A expansão do mercado de capitais aliada ao crescimento e desenvolvimento de empresas ressaltou a necessidade de uma administração profissional e eficiente, de forma a alinhar os interesses das partes envolvidas na atividade das empresas, garantindo assim seu desempenho sustentável. Nesse sentido, surge a governança corporativa, entendida como um conjunto de práticas que permite alinhar os interesses das partes envolvidas nas atividades da empresa. Porém, têm-se diferentes abordagens que tratam da governança corporativa, sendo destacadas neste artigo a abordagem financeira, voltada à maximização do lucro dos acionistas e, a abordagem dos *stakeholders*, que considera todo o conjunto de partes envolvidas direta ou indiretamente nas atividades da empresa. Nesse sentido, este artigo apresenta as principais características de cada abordagem e algumas formas de medição do processo de governança corporativa, tanto por meio de ferramentas da bolsa de valores quanto por indicadores de maturidade propostos por Yablonsky et. al. (2017). O objetivo é apresentar uma pesquisa bibliográfica sobre a evolução dos debates relacionados à governança corporativa e ressaltar a importância da ótica dos *stakeholders* no desempenho satisfatório e durável das empresas.

Palavras-Chave: Governança Corporativa, *Stakeholders*, Indicadores de Maturidade, Desempenho Sustentável.

1. Introdução

Ao longo dos séculos XX e XXI, foi possível verificar um movimento de integração da economia de diferentes países em face do aumento do dinamismo do comércio internacional e da expansão das transações financeiras em escala global. As companhias sofreram grandes transformações motivadas pelo acelerado ritmo de crescimento de suas atividades, que promoveu uma readequação de sua estrutura de controle, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesse sentido, a origem da discussão sobre governança corporativa remete aos conflitos inerentes a essa separação e a consequente divergência entre os interesses dos sócios, executivos e o melhor interesse da empresa.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2015, p. 20), governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. Nessa perspectiva, as boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o

valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

Quando os trabalhos de Leal (2004), Ribeiro et. al. (2012a), Ribeiro et. al. (2012b) e Mazzioni et. al. (2015) são estudados é possível confirmar como a governança corporativa tem sido um tema de grande interesse em estudos e pesquisas na área da Administração. Esse maior interesse científico pode estar relacionado à ideia de que a governança corporativa é vital para o crescimento, desenvolvimento e a sobrevivência das organizações (SHERIDAN; KENDAL, 1992).

Como destacado por Shleifer e Vishny (1997) e John e Senbet (1998), a governança corporativa exige uma série de mecanismos internos para amenizar os problemas gerados pelos conflitos de interesses entre dirigentes, acionistas, credores e demais *stakeholders*. O termo *stakeholder* se refere aos grupos de componentes que têm uma reivindicação legítima na firma (FREEMAN, 2010).

Porém, a abordagem de governança corporativa ainda dominante no meio empresarial, consiste na minimização dos conflitos de interesses entre os acionistas e os gestores das empresas, de forma a maximizar o lucro do acionista. Nessa abordagem, o conceito de governança corporativa confunde-se com o da “financeirização” das empresas, ou seja, a prevalência absoluta do ponto de vista financeiro sobre outras considerações na estratégia da empresa, focando na valorização do retorno dos investimentos dos acionistas (USEEM, 1993).

Segundo Grun (2003), essa abordagem desloca as preocupações da empresa com os chamados *stakeholders* para a concentração em torno dos *shareholders*. Dessa forma, a empresa “financeirizada” tenta transformar seus colaboradores em acionistas, a partir da ideia de que isso resulte em uma maior motivação em todos os níveis. Porém, quando analisamos os agentes externos à companhia, como a comunidade na qual ela está inserida, as leis, regulamentos e o ambiente político de forma geral, expandimos ainda mais os diversos interesses dos *stakeholders* (GILLAN, 2006).

Entretanto, essa abordagem de que o principal objetivo das empresas é desenvolver vantagens competitivas a fim de alcançar uma taxa de retorno adequada, de forma a maximizar os lucros de seus acionistas tem se mostrado ineficiente no longo prazo, uma vez que a garantia de lucros ao acionista no curto prazo pode prejudicar o desempenho da empresa no futuro. Diante disso, surge uma nova abordagem para a governança corporativa, no sentido de maximizar a utilidade de todas as pessoas envolvidas no processo da empresa.

A partir do momento em que é estabelecida a importância de um bom relacionamento entre os *stakeholders* é que o processo de governança corporativa se torna necessário para que a empresa tenha um desempenho satisfatório e duradouro, seguindo um código de boas práticas de governança corporativa. Neste artigo é discutida a importância de se respeitar esse código e de se estudar quais seriam as melhores práticas conforme o ramo de atividade de cada empresa e o ambiente em que está inserida.

Neste íterim, este artigo apresenta uma pesquisa bibliográfica sobre a evolução dos debates relacionados à governança corporativa. Após esta introdução, a seção 2 apresenta alguns conceitos e as teorias de base relacionadas à governança corporativa; os princípios da abordagem dominante, voltada à maximização do lucro do acionista; a abordagem voltada aos *stakeholders*, com foco nas contribuições de Yablonsky et. al. (2017); apresenta ainda algumas formas de se medir a governança corporativa das empresas, incluindo os indicadores de maturidade propostos por Yablonsky et. al. (2017). Por último, a seção 3 apresenta as considerações finais desta pesquisa bibliográfica.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Governança Corporativa: definições e teorias de base

O desenvolvimento do mercado de capitais, principalmente a partir do século XX, foi fundamental para o crescimento das empresas privadas, que tiveram um papel importante na criação de novas tecnologias, no aumento da produtividade e, conseqüentemente, na geração de riquezas. Isso ocorreu porque a partir da abertura do mercado de capitais, houve condições para que as empresas conseguissem o financiamento necessário para ampliação de seus negócios e até mesmo a abertura de novas unidades operacionais, propiciando um ambiente para o surgimento da chamada “grande corporação moderna” (DA SILVEIRA, 2002).

Antes desse período as empresas possuíam, em sua maioria, uma estrutura familiar com pouca alavancagem, e eram administradas pelos seus proprietários (VIEIRA; MENDES, 2004). Entretanto, devido à grande pulverização do controle acionário, surgiu a necessidade de separação dos papéis de proprietário e gestor, e conseqüentemente, a administração da empresa passou a ser exercida não necessariamente por um de seus proprietários. Essa separação entre propriedade e gestão originou diversos estudos na moderna teoria de finanças, uma vez que a alteração da estrutura de propriedade poderia afetar o desempenho da empresa e, conseqüentemente, ser determinante na definição do seu valor.

Modigliani e Miller (1963), por um lado, desenvolveram a teoria de que o valor da empresa aumenta com o seu endividamento devido aos benefícios fiscais obtidos. Entretanto, para usufruir de tais benefícios, seria necessário avaliar até que ponto o risco de falência compensaria o benefício fiscal (MILLER, 1977). Jensen e Meckling (1976), por outro lado, observaram que em alguns casos, o aumento do endividamento diminui o valor da empresa. Isso ocorreria devido à existência de conflitos de interesses existentes entre os seus proprietários e gestores, chamados de conflitos de agência.

Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência como “um contrato onde uma ou mais pessoas - principal - engajam outra pessoa - agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”. Então, de um lado se posicionam os proprietários ou acionistas, chamados de principais, que são aqueles que possuem a propriedade da empresa; e, de outro lado, os gestores da empresa, chamados de agentes, que são as pessoas que têm a gestão da empresa sob sua responsabilidade.

Dessa relação entre principal e agente surgem os conflitos de agência, em razão dos interesses diferenciados que podem fazer com que as decisões tomadas favoreçam uma gestão oportunística, na qual o agente visa a aumentar sua satisfação pessoal, muitas vezes em detrimento dos interesses do principal (MARTINEZ, 1998).

De tais conflitos decorrem os custos de agência, resultados da adoção de práticas que tentam controlar ou eliminar os conflitos. Segundo Jensen e Meckling (1976), esses custos são a soma de: i) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; ii) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; iii) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo; e iv) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Porém, os investidores do mercado financeiro persistem na aplicação de recursos em ações de empresas, mesmo sabendo da existência de potenciais conflitos de interesses em um ambiente com assimetria de poder e de informações. Nesse sentido, Schleifer e Vishny (1997)

trazem duas motivações para o investidor: i) os ganhos no curto prazo; e, ii) a confiança no sistema, que estabelece as boas práticas de governança corporativa. Com isso, de um lado o investidor abre mão do controle da empresa e por outro é protegido formalmente contra gestões oportunistas. Nesse ínterim, surge a importância da governança corporativa na administração de empresas.

Hawley e Williams (1996) já haviam identificado quatro modelos que dão base à governança corporativa: i) o modelo financeiro; ii) o modelo dos *stakeholders*; iii) o modelo de procuradoria; e, iv) o modelo político. O modelo financeiro é tratado neste artigo como a “abordagem dominante” que, segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 737) conceitua a governança corporativa como “a forma pela qual os fornecedores de recursos financeiros para a empresa se asseguram de que terão retorno sobre seus investimentos”. Este modelo é entendido como um conjunto de mecanismos que permitem harmonizar a relação entre gestores e acionistas (DA SILVEIRA, 2002), de forma a minimizar os custos de agência e maximizar os lucros dos acionistas.

Por outro lado, o modelo dos *stakeholders*, também chamado de modelo dos públicos relevantes, é aquele que amplia o conjunto de partes interessadas no desempenho da empresa. Segundo Álvares, Giacometti e Gusso (2008), nesse modelo é discutida a responsabilidade social das corporações em relação à sociedade. Com isso, são abordadas questões relevantes como o atendimento das necessidades da comunidade, as condições de trabalho, a qualidade dos produtos.

Nos tópicos seguintes são abordados os principais conceitos dessas duas abordagens, onde de um lado se tem um modelo focado na maximização do lucro do acionista e, de outro, um modelo mais abrangente, que considera não apenas os proprietários da empresa, mas todo o conjunto de indivíduos que participam das atividades da empresa. Os modelos de procuradoria e política não são objeto deste artigo.

2.2 Governança Corporativa: abordagem dominante

O conceito de “governança corporativa” existe de maneira difusa há mais de 50 anos (DE VILHENA; CAMARGOS, 2015), mas começou a ser aplicado de forma mais ampla no âmbito da Administração somente a partir dos anos 1980 (ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008). Uma justificativa para a expansão do interesse pela governança corporativa nessa época foi a publicação da Lei nº 6.404/1976. Esse foi o grande marco legal para o desenvolvimento do mercado de capitais, já que as empresas começaram o processo de abertura de capital, aumentando o número de proprietários e a necessidade de uma administração mais profissional e eficiente (VIEIRA; MENDES, 2004).

Mas o que propõe, de fato, o termo “governança corporativa”? Segundo De Freitas et. al (2018), existem diversas definições que tentam explicá-lo, convergindo para a definição de uma espécie de sistema, um conjunto de mecanismos ou uma estrutura de poder. Bianchi e Nascimento (2005) definem governança corporativa como um conjunto de mecanismos para monitorar a gestão e o desempenho das organizações, ou como uma forma de alinhar os objetivos da administração aos interesses dos proprietários da empresa.

Para Vieira e Mendes (2004) a governança corporativa implica na minimização da assimetria de informação existente entre a empresa e os agentes envolvidos, como os acionistas, credores, fornecedores e empregados e, diante disso, pode ser utilizada como uma alternativa para superar o conflito de agência (MARTINS et. al., 2005). Da Silveira (2015), afirma ainda que:

a governança corporativa é o conjunto de atividades de acultramento e mecanismos – internos ou externos, de incentivo ou controle – que visam fazer com que: (1) do ponto de vista interno, as pessoas tomem decisões no melhor interesse de longo prazo da organização, cumpram as e se comportem de forma ética; e (2) do ponto de vista externo, as empresas sejam transparentes com seus stakeholders e assegurem direitos plenos a todos os seus acionistas de forma equitativa (DA SILVEIRA, 2015).

A seguir são apresentados os mecanismos internos e externos mais citados na literatura de governança corporativa.

2.2.1 Mecanismos Internos

Os mecanismos internos podem ser entendidos como as práticas adotadas por empresas com o intuito de alinhar os interesses de seus gestores e proprietários. Segundo Aguilera et. al. (2015), os mecanismos internos mais correntes são: i) Conselho de Administração; ii) estrutura de propriedade; e, iii) incentivos gerenciais. Da Silveira (2015) acrescenta ainda a concentração acionária e atuação dos acionistas.

O Conselho de Administração é visto como um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários, ou seja, é um intermediador entre gestores e proprietários (ANDRADE et. al., 2009). Além disso, é o responsável pelo processo de tomada de decisão em relação ao seu direcionamento estratégico, sendo, portanto, o principal componente do processo de governança (IBGC, 2015, p. 39).

A estrutura de capital da empresa é listada no sentido de que um maior nível de endividamento pode, por exemplo, obrigar os gestores a distribuir dividendos regularmente, aumentando sua disciplina. Porém, por outro lado, pode fazer com que os gestores deixem de empreender novos projetos com o intuito de não aumentar o seu nível de endividamento (DA SILVEIRA, 2015).

Os incentivos gerenciais também podem ser adotados como mecanismo interno de governança corporativa, uma vez que a remuneração do gestor pode ser tida como um instrumento de alinhamento dos interesses destes com os da organização (MACHADO; FERNANDES; BIANCHI, 2016). Nesse sentido, podem ser estabelecidas metas de curto e longo prazo que, quando atingidas, resultam em gratificações ao gestor responsável.

De acordo com Da Silveira (2015), a concentração acionária e a atuação dos acionistas podem mitigar ou exacerbar potenciais conflitos de interesses. Por um lado, quando se tem a presença de um sócio controlador, pode-se exercer um maior monitoramento dos gestores ao mesmo tempo em que os interesses dos acionistas minoritários são prejudicados. Por outro lado, o controle acionário mais pulverizado apesar de gerar uma administração mais profissional e ações mais líquidas, pode gerar um poder excessivo nas mãos dos gestores.

Adotar apenas mecanismos internos de governança corporativa pode não ser o suficiente para assegurar uma boa governança. Segundo Aguilera et. al (2015), diversos estudos avaliaram os mecanismos internos de governança, verificando que sua influência no desempenho social e financeiro das empresas é fraco, na melhor das hipóteses. Os autores argumentam que tal ineficiência dos mecanismos internos seria resultado de um quadro incompleto de governança, negligenciando a força de governanças externas.

2.2.2 Mecanismos Externos

Os mecanismos externos são aqueles gerados fora do núcleo empresarial e, apesar da necessidade de adoção por parte das empresas, apenas nos últimos anos as pesquisas internacionais têm ressaltado sua importância, necessidade de reconhecimento e sabedoria na utilização a seu favor. (BUENO et. al, 2018).

Aguilera et. al (2015) destacam seis mecanismos externos que, segundo os autores, são os que atraíram maior atenção na literatura: i) o sistema legal; ii) o mercado de controle; iii) os auditores externos; iv) os *stakeholders* ativistas; v) as organizações de classificação; e, vi) a mídia.

O sistema legal é fundamental, visto que delimita os direitos e deveres das partes envolvidas. Segundo Da Silveira (2015), os conflitos tendem a causar menos danos quando os direitos dos investidores são protegidos de forma mais efetiva. Porém, o sistema legal pode delimitar “a finalidade da empresa, a relação com as partes interessadas, as regras de falência e de liquidação, a forma de distribuição dos recursos, entre outros aspectos” (BUENO et. al., 2018, p. 124).

O mercado para o controle corporativo é um mecanismo externo utilizado quando o valor da firma fica muito distante do que ela deveria ter de mercado, baseado na lógica de que os mercados operaram, em parte, para disciplinar os gestores e os conselhos de administração (BUENO et. al., 2018). Segundo Aguilera et. al (2015), este mecanismo é o que historicamente tem recebido maior atenção na literatura financeira e contábil, sendo associado frequentemente a uma melhor proteção dos acionistas.

A auditoria externa tem por finalidade avaliar as demonstrações financeiras das empresas, mediante averiguação imparcial e com capacidade técnica reconhecida (BORTOLON et. al., 2013). Este mecanismo verificará se as demonstrações financeiras estão livres de distorções relevantes e se foram apresentadas de forma justa e conforme as normas de contabilidade vigentes (BUENO et. al., 2018).

O *stakeholder* ativista utiliza de sua posição de acionista minoritário para influenciar ativamente as políticas e as práticas da empresa (SJÖSTRÖM, 2008). Com sua participação ativa, o *stakeholder* estabelecerá um movimento de interferência direta na gestão dos executivos, possibilitando uma agenda positiva focada na defesa dos interesses dos proprietários da empresa (GILLAN; STARKS, 2007), que pode se dar tanto por motivos financeiros quanto sociais (BUENO et. al., 2018).

As agências de *rating* têm o papel de reduzir a assimetria de informações entre gestores e proprietários (BUENO et. al., 2018). E, a mídia, que exerce a função de monitoramento e controle, influenciando as ações da empresa em relação à adoção de boas práticas de governança corporativa (BUENO et. al., 2018).

2.3 Governança Corporativa: abordagem dos *stakeholders*

No modelo da teoria da agência a governança corporativa enfatiza a importância dos provedores de capital. Autores como Armstrong et. al. (2010, p. 182) definem a governança corporativa como “um subconjunto de contratos de uma empresa que ajudam a alinhar as ações e escolhas dos gerentes com os interesses dos acionistas”. Por outro lado, existe a abordagem dos *stakeholders* da governança corporativa que se baseia na ideia de que os interesses de todos os *stakeholders* têm valor intrínseco (DONALDSON; PRESTON, 1995).

Nesse sentido, a governança corporativa precisa garantir que os interesses de todos os *stakeholders* sejam considerados nas decisões corporativas. Entretanto, conforme Zattoni (2011, p. 256), “a teoria dos *stakeholders* não contém qualquer especificação conceitual sobre como gerenciar os *trade-offs* entre demandas conflitantes de *stakeholders*”.

Essa teoria tem sido apresentada e utilizada de formas diferentes (DONALDSON; PRESTON, 1995). Três tipos são mais críticos para uma análise clássica: i) descritiva/empírica: a abordagem pode ser utilizada para explicar características e comportamentos corporativos específicos; ii) instrumental: a abordagem pode ser usada para identificar conexões, ou falta de conexões, entre o gerenciamento dos *stakeholders* e a realização dos objetivos corporativos tradicionais; iii) normativo: a abordagem pode ser usada para interpretar a função da corporação, considerando as diretrizes morais ou filosóficas para a operação e gestão de corporações.

Ainda de acordo Donaldson e Preston (1995), a noção de que o gerenciamento dos *stakeholders* contribui para o desempenho econômico bem-sucedido, embora amplamente acreditado, é insuficiente para servir isoladamente como base para a teoria dos *stakeholders*. De uma forma mais recente, nós temos Zattoni (2011) desenvolvendo um modelo baseado na suposição de que as corporações aumentam sua chance de sobreviver e prosperar se “contribuições críticas” feitas pelos *stakeholders* receberem seus direitos de propriedade.

Alguns dos proponentes clássicos da teoria dos *stakeholders* (JONES, 1995; GOODPASTER, 1991) atacam a visão do acionista principalmente em uma base ética e legal. Na opinião dos autores, a corporação é uma instituição social e a administração deve basear as relações entre a empresa e seus *stakeholders* de forma autônoma, solidária e justa. Nesse sentido, podem ser utilizados os princípios do processo de governança corporativa e responsabilidade social empresarial, uma vez que foi identificada a necessidade de práticas responsáveis para o desempenho sustentável das empresas. Para isso, as empresas poderiam adotar princípios de governança, de respeito aos direitos humanos e às relações e condições de trabalho, o cumprimento de normas ambientais e a promoção do desenvolvimento local, por exemplo.

2.3.1 Os pilares da governança corporativa

Com o intuito de aprimorar os mecanismos e desenvolver e melhorar as práticas de governança corporativa no Brasil, o IBGC, criado em 1995, vem trabalhando em códigos de boas práticas de governança. As linhas mestras do código ou os pilares da governança corporativa, segundo o IBGC (2015, p. 20) são: i) transparência; ii) equidade; iv) responsabilidade corporativa; e, v) prestação de contas.

A transparência se relaciona com o desejo de disponibilizar, espontaneamente, informações para todas as partes interessadas, gerando um clima maior de confiança. A equidade, que se caracteriza pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas. A responsabilidade corporativa, conforme o IBGC (2015, p. 21), tem como pressuposto que “os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais no curto, médio e longo prazos”. E, quanto à prestação de contas (*accountability*), onde os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.

Na esfera internacional, o Banco Mundial declarou que a governança corporativa diz respeito ao sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas (THE WORLD BANK, 2016). Trata-se de ter empresas, proprietários e reguladores cada vez mais responsáveis, eficientes e transparentes, o que, por sua vez, gera confiança e segurança. Empresas bem governadas carregam riscos menores e geram retornos mais altos para os acionistas, além de ter melhor acesso a financiamento externo e reduzirem riscos sistêmicos devido a crises

corporativas e financeiras. Relatórios financeiros confiáveis, divulgações oportunas, melhores conselhos e gerenciamento responsável também facilitam o desenvolvimento de mercados de capitais mais fortes. Elas melhoram a capacidade de um país de mobilizar, alocar e monitorar investimentos e ajudam a promover empregos e crescimento econômico. Melhor supervisão e monitoramento podem detectar ineficiências corporativas e minimizar a vulnerabilidade a crises financeiras.

Dessa forma, a partir do momento em que é definido o significado da governança corporativa e estabelecida a sua importância, passa-se então a ser uma questão de quais seriam as melhores práticas e como medir o nível de governança dentro de cada companhia.

2.3.2 As boas práticas de governança corporativa

Segundo o IBGC (2015, p. 20) as boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão, sua longevidade e o bem comum. Essas práticas têm como objetivo aumentar o valor da empresa, facilitar a entrada de capital e contribuir para o seu desenvolvimento de forma sustentável e perene e consistem num sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas.

Conforme ressaltado anteriormente, as melhores práticas de governança corporativa podem variar de acordo com ambiente em que a companhia está inserida. Por exemplo, segundo Gonzalez et. al. (2007), quando analisamos o caso asiático a governança corporativa não é apenas um método que as empresas se baseiam para se disciplinar enquanto permanecem lucrativas e sustentáveis ao longo do tempo, é também uma das principais formas pelas quais elas constroem a sociedade na qual operam e que, por sua vez, as construiu. Considerando a Ásia e suas práticas comerciais, cada país tem avançado em setores diferentes. Por exemplo, a Malásia tem avançado no ambiente geral de regulamentação e institucional, a Índia na gestão de empresas públicas e o Japão na eficácia do conselho e estrutura de propriedade.

Um problema que pode ser verificado quando os códigos de melhores práticas de governança corporativa são analisados é, segundo Sorensen e Szabó (2018), o fato de que muitos deles são fragmentados e superficiais. Conforme o estudo feito pela Universidade de Oxford, embora a maioria dos códigos analisados tenham abordado temas como os deveres do conselho, na maioria das vezes eles o fazem em termos gerais e apenas alguns abordam diretamente como lidar com potenciais conflitos em grupos. O foco da pesquisa era nas boas práticas sobre governança de grupos e os autores concluíram que os códigos de boas práticas em governança em grupo que não estavam claros e que o tema era tratado de forma superficial, esperava-se que os outros códigos fossem ainda mais fragmentados ou inexistentes.

Dessa forma, cada companhia deve verificar quais seriam as melhores práticas de governança conforme sua área de atuação e ambiente onde opera. Nesse sentido, as contribuições do trabalho de Yablonsky et. al. (2017) são apresentadas como forma de garantir que a companhia garanta bons níveis de governança corporativa e qual seria a forma de medir esses níveis.

Muitos princípios de boa governança e códigos de boa conduta foram propostos nos últimos quinze anos, os mais recentes deram ênfase ao funcionamento dos conselhos de administração e ao conceito de controle interno (YABLONSKY et. al., 2017). Conforme verificado pelos autores, existe hoje certa maturidade das empresas em relação à implantação

dessas boas práticas: elaboração do capítulo sobre governança corporativa no relatório anual nem que seja para atendimento aos "critérios" solicitados, identificação e avaliação do sistema de controle e auditoria interna e estabelecimento de um oficial de controle interno em algumas empresas, ou mesmo governança.

Segundo Yablonsky et. al. (2017), o processo de tomada de decisão por parte dos gestores somente é válido se levarmos em conta os seguintes pontos-chave dentro do modelo de governança: i) aspecto humano; ii) definição do papel dos atores responsáveis dentro da empresa e a garantia de que funcione; iii) conhecimento das habilidades e crenças que os indivíduos da empresa têm ou poderiam ter; iv) a consideração dos ambientes econômico, social, ecológico, político, geopolítico, legal, competitivo, midiático e financeiro (analistas, agências de *rating*), etc.

Para que as boas práticas sejam asseguradas é necessário que sejam implementadas as 4 fases seguintes do processo: i) o desenvolvimento da visão de futuro da empresa e das estratégias a serem implementadas de forma a alcançá-la; ii) a quebra de objetivos estratégicos em objetivos operacionais; iii) processos de negócios e mobilização de recursos; e, iv) a gestão do processo de governança. Nos itens a seguir são discutidos cada uma das fases do processo, segundo Yablonsky et. al. (2017).

2.3.2.1 Desenvolvimento da visão de futuro da empresa e das estratégias a serem implementadas de forma a alcançá-la

Segundo Yablonsky et. al. (2017), essa é a primeira fase para a perenidade do sucesso da empresa no processo de governança. A qualidade do desenvolvimento da visão da empresa e a estratégia para alcançá-la passam a se basear principalmente na abrangência da avaliação e estudo do ambiente onde a companhia se encontra e, em particular, das expectativas dos *stakeholders* em relação à empresa e ao envolvimento dos atores certos nos lugares e momentos certos no processo de tomada de decisão.

2.3.2.2 Tradução dos Objetivos Estratégicos em Objetivos Operacionais

Nesta fase do processo, é necessário que os gestores estejam cientes que a empresa esteja unida de forma a ajudar a alcançar os objetivos estratégicos elaborados (YABLONSKY et. al., 2017). Para isso, será necessário “alinhar” os objetivos operacionais de todos os gestores nos mais diversos níveis que estejam com os objetivos estratégicos da companhia. Para isso é importante se ter uma ideia dos “macroprocessos” operacionais que são definidos pelos tipos de produtos/serviços que eles fornecem para determinadas categorias de clientes, ou descritos por todas as funções e atividades a serem implementadas para atingir esses produtos/serviços.

2.3.2.3 Processos de Negócios e Mobilização de Recursos

Nesta fase, os objetivos estratégicos inicialmente associados aos macroprocessos devem ser traduzidos em objetivos operacionais, designados aos responsáveis pelas funções que contribuem para o funcionamento do processo. Yablonsky et. al. (2017) sugerem projetos como: i) configurar um *help-desk* para encurtar o tempo de resposta às consultas dos clientes; e, ii) o desenvolvimento de *business intelligence* (BI) para identificar ideias para produtos ou serviços novos e mais bem direcionados. Para isso, cada empresa deve traçar seus próprios projetos e objetivos que vão depender do ramo de atividade de cada uma.

2.3.2.4 Gestão do Processo de Governança

A última fase do processo de governança possui dois componentes distintos, mas complementares. Primeiramente, o processo de melhoria contínua do desempenho, que verifica o alcance dos objetivos atribuídos aos processos operacionais. Para isso, cada companhia tem seus próprios objetivos e, para implementar as medidas preventivas ou corretivas necessárias para os projetos em curso e capitalizar as lições aprendidas, é necessário tirar lições dos possíveis fracassos para dar o máximo de chances de sucesso para projetos futuros ou mesmo adaptar a trajetória se os objetivos não forem alcançáveis.

Em segundo lugar, é importante estar ciente que o controle dos riscos ao qual a empresa é submetida pode diminuir em caso de: i) cumprimento das disposições legais; ii) confiabilidade da informação financeira; iii) fraudes; iv) espionagem industrial; v) grande dependência de alguns clientes e fornecedores; e, vi) problemas de disponibilidade, integridade ou confidencialidade relacionados ao Sistema de Informação.

2.4 Formas de medir o processo de governança corporativa

Tão importante quanto o processo de adoção da governança corporativa dentro da empresa é o processo de medir e avaliar a eficácia dessa adoção. Primeiramente serão discutidas algumas das formas pelo qual a BM&FBOVESPA utiliza para medir a governança de empresas de capital aberto nos segmentos de listagem da B3, e, em seguida, as contribuições de Yablonsky et. al (2017) no aperfeiçoamento do processo de medição da governança corporativa.

Como forma de medir a governança corporativa, a B3, resultante do processo de fusão da BM&FBOVESPA com a CETIP, criou os segmentos de listagem das empresas de capital aberto, com o intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, fornecendo segmentos adequados aos diferentes tipos de empresas (B3, 2018). Além disso, criou alguns índices de governança corporativa que medem o desempenho das empresas classificadas nos segmentos de listagem da B3.

2.4.1 Os segmentos de listagem da B3

Com o intuito de classificar as empresas listadas na bolsa de valores de acordo com diferentes padrões de governança corporativa, a B3 criou os segmentos de listagem, compostos pelos segmentos diferenciados que são: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1; e, o segmento Básico, que não tem regras diferenciadas de governança corporativa.

Segundo Procianoy e Verdi (2009), os segmentos de listagem foram implantados pela Bovespa em dezembro de 2000, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das empresas, ao mesmo tempo. À época, existiam apenas os níveis Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. O Bovespa Mais foi criado em 2005 e o Bovespa Mais Nível 2 em 2014.

Ainda segundo Procianoy e Verdi (2009, p. 110), as melhorias nas práticas de governança corporativa “ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume e melhor qualidade de informações, facilitando o acompanhamento de seu desempenho”. A partir disso, seria esperado que os diferentes níveis de governança corporativa mantivessem forte

correlação com a valorização das empresas e com a menor volatilidade das ações (VIEIRA; MENDES, 2004).

O Novo Mercado é o segmento de listagem que tem maior nível de governança corporativa e que acabou se tornando o padrão de governança e transparência pelos investidores para as novas aberturas de capital (B3, 2018). Para a empresa ser classificada neste nível, ela deve cumprir todas as exigências impostas para os demais níveis e, ainda, emitir apenas ações ordinárias (ON), ou seja, aquelas que dão direito de voto ao acionista. Este segmento já passou por revisões nos anos de 2006, 2011 e 2017, sendo a última versão de seu regulamento vigente desde janeiro de 2018.

O Nível 2 é semelhante ao Novo Mercado, mas com algumas exceções. Neste segmento as empresas podem emitir além das ações ordinárias, as ações preferenciais (PN), que são aquelas que dão prioridade ao acionista na distribuição de dividendos e que o direito a voto apenas é permitido em situações críticas, “como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas” (B3, 2018).

No nível 1, as empresas devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, as empresas se comprometem à divulgação de informações adicionais às exigidas em lei e à manutenção de no mínimo 25% de suas ações em circulação (B3, 2018).

Os níveis Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, por sua vez, foram criados para as empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, fomentando o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais (B3, 2018). Entretanto, apesar de não ser exigido um número mínimo de ações no momento de adesão ao segmento, as empresas deverão assim como o Nível 2, manter no mínimo 25% de suas ações em circulação até o prazo de 7 anos. A principal diferença entre esses dois segmentos é que o Bovespa Mais Nível 2 permite a oferta de ações preferenciais além das ordinárias (B3, 2014).

De acordo com a B3 (2018), a adesão aos segmentos de listagem é voluntária e, portanto, para ser classificada, a empresa deve registrar sua adesão na B3.

2.4.2 Índices de governança corporativa da B3

Uma forma de medir o desempenho das empresas classificadas em segmentos diferenciados de governança corporativa é através de índices criados pela própria B3: i) IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - que mede o desempenho das cotações dos ativos das empresas classificadas no Novo Mercado ou nos Níveis 1 ou 2 da B3; ii) ITAG - Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado - que mede o desempenho médio das cotações dos ativos das empresas que ofereçam melhores condições aos acionistas minoritários, no caso de alienação do controle; iii) IGCT - Índice de Governança Corporativa Trade - que mede o desempenho das cotações dos ativos das empresas integrantes do IGC; e, iv) IGC-NM - Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado - que mede o desempenho das cotações dos ativos das empresas classificadas no Novo Mercado.

2.4.3 Indicadores de Maturidade propostos por Yablonsky et. al. (2017)

Por outro lado, com uma abordagem de governança corporativa voltada aos *stakeholders*, Yablonsky et. al. (2017) propôs alguns indicadores como forma de medir o nível de maturidade do processo de governança corporativa. Tais indicadores tiveram por motivação a necessidade de se preocupar com a governança dentro da empresa, de forma a

integrá-la à cultura corporativa para que ela se torne uma roda virtuosa destinada a garantir a viabilidade em longo prazo da empresa (sustentabilidade). A ideia é que tudo isso ocorra graças a um processo de tomada de decisão que promove a responsabilidade da gerência pelo desenvolvimento de médio e longo prazo da empresa.

Para medir a maturidade da empresa em termos de governança, Yablonsky et.al. (2017) propôs um questionário sintético para ser utilizado para iniciar um processo de análise de governança. Conforme discutido anteriormente, o questionário terá que ser adaptado, modificado e complementado de acordo com o ambiente, o setor de atividade, os riscos inerentes, o tamanho da organização, o modo de gestão da empresa, etc.

No questionário cada item é classificado com diferentes níveis de maturidade, com critérios definidos conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Níveis dos Indicadores de Maturidade

Índice	Classificação	Descrição
0	Inexistente	A empresa ainda não identificou os desafios da governança
1	Descoberto	Os desafios foram identificados, mas nada ainda foi colocado em prática para enfrentá-los
2	Em fase de implantação	Os principais responsáveis são conscientizados sobre a importância da governança para o desenvolvimento da empresa, e ações são realizadas para melhorar o nível de maturidade
3	Controlado	As questões de governança são compartilhadas por todos os gestores e formalmente integradas ao processo de tomada de decisão e planejamento
4	Otimizado	A empresa implantou um procedimento de melhoria contínua de sua governança e está no nível dos melhores

Fonte: Yablonsky et. al. (2017, p. 26)

Diante disso, para qualificar a maturidade da empresa em matéria de governança corporativa, é calculada uma medida média que pode ser compilada para cada uma das dimensões e subdimensões, podendo ser representada na forma de um radar, conforme Figura 1, por exemplo.

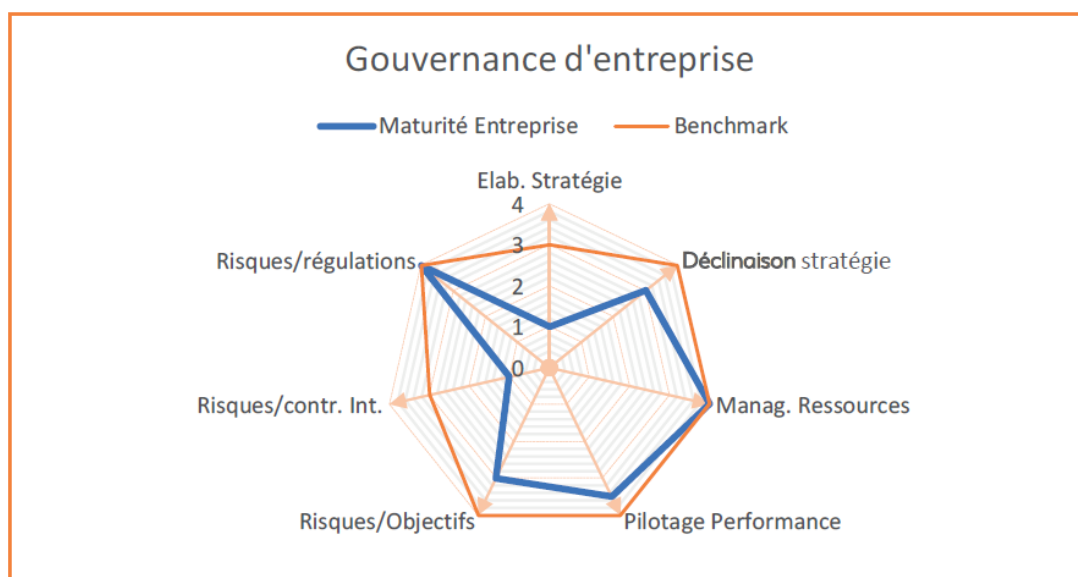


Figura 1 - Indicadores de Maturidade do Processo de Governança Corporativa
Fonte: Yablonsky et. al. (2017, p 27).

Na Figura 1, a linha marcada em azul correspondente ao nível de maturidade do processo de governança corporativa medido pelo gestor da empresa para cada área de governança. Já a linha em laranja traça o *benchmark*, que seria o nível ótimo a ser alcançado pela empresa. Cada ponto do gráfico representa um dos pontos-chave do processo de governança. Inicialmente, são apresentadas as quatro fases do processo de governança discutidas anteriormente: i) elaboração da estratégia; ii) tradução da estratégia em objetivos operacionais; iii) gerenciamento dos recursos e; iv) gestão do processo. A partir de então são apresentados os três pontos restantes que são os riscos associados aos objetivos traçados, os riscos associados aos controles internos e os riscos associados à regulação.

A utilização de um questionário na medição do processo de governança corporativa tem por objetivo ajudar os gestores a avaliar a maturidade de sua empresa para um desempenho sustentável no médio e longo prazos. Propõe-se que essa medida de maturidade ajude nos processos de tomadas de decisões, garantindo que a estratégia esteja em sintonia com o ambiente no qual a empresa está inserida e evoluindo.

3. Considerações finais

A governança corporativa é um tema que tem ganhado bastante importância tanto no meio acadêmico quanto empresarial. Todavia, a governança corporativa é entendida de diferentes formas e a abordagem ainda hoje dominante tem foco no alinhamento dos interesses dos gestores e dos *shareholders*, que são os financiadores das atividades das empresas.

Nesse sentido, a abordagem dominante simplesmente desconsidera a existência dos *stakeholders*, que apresentam diversos interesses conflitantes entre si, podendo de alguma forma influenciar no desempenho da empresa. Apesar de na década de 1990 diversos autores trazerem à literatura discussões a respeito de uma governança corporativa voltada aos interesses dos *stakeholders* (DONALDSON; PRESTON, 1995; JONES, 1995; GOODPASTER, 1991), ainda é observada certa resistência na adoção de práticas que os considere no processo de tomada de decisão dentro das empresas.

Nesse sentido, de forma a reforçar a importância da governança corporativa alinhada aos interesses dos *stakeholders*, Yablonsky et. al. (2017) definiram alguns pontos-chave a serem considerados pelos gestores no processo de tomada de decisão: i) o aspecto humano; ii) a definição do papel dos atores responsáveis dentro da empresa e a garantia de que funcione; iii) o conhecimento das habilidades e crenças que os indivíduos da empresa têm ou poderiam ter; iv) a consideração dos ambientes econômico, social, ecológico, político, geopolítico, legal, competitivo, midiático e financeiro (analistas, agências de *rating*), etc.

A partir da consideração desses pontos, as boas práticas de governança corporativa dentro da abordagem dos *stakeholders* seriam asseguradas se forem implementadas as 4 fases do processo: i) o desenvolvimento da visão de futuro da empresa e das estratégias a serem implementadas de forma a alcançá-la; ii) tradução de objetivos estratégicos em objetivos operacionais; iii) processos de negócios e mobilização de recursos; e, iv) gestão do processo de governança.

Nesse sentido, com o intuito de medir o processo de governança corporativa dentro das empresas, a B3 criou os segmentos de listagem que têm por objetivo classificar as

empresas de acordo com o nível de adesão às boas práticas de governança corporativa. Além disso, a B3 criou também alguns índices que medem a governança corporativa das empresas que aderiram aos segmentos diferenciados de governança corporativa, com o objetivo de medir o desempenho das empresas, conforme segmento em que estão classificadas.

Ademais, Yablonsky et. al. (2017) também contribuíram para o processo de medição da governança corporativa, porém, com a abordagem dos *stakeholders*. Os autores propuseram ainda alguns indicadores de maturidade do processo de governança corporativa. Para eles, tais indicadores têm o objetivo medir o nível de maturidade nos seguintes macroprocessos: i) elaboração da estratégia; ii) tradução da estratégia em objetivos operacionais; iii) gerenciamento dos recursos; e, iv) gestão do processo; e ainda, medir os riscos associados aos objetivos traçados, aos controles internos e à regulação.

Esses indicadores seriam medidos por meio da aplicação de questionários aos diversos segmentos da empresa e os resultados poderiam ser apresentados por meio de gráficos de “radar”, onde seria possível identificar os pontos onde o processo de governança corporativa esteja defasado e precise de mais atenção dos gestores.

Diante disso, observa-se que apesar da carência de estudos voltados à governança corporativa na abordagem dos *stakeholders*, há uma real necessidade de que as empresas redefinam seus objetivos, de forma a considerar o conjunto de partes interessadas nas atividades da empresa.

Referências

AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; BEDNAR, M. K.; LEE, J. H. Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **The Academy of Management Annals**, v. 9, n. 1, p. 483-573, 2015.

ALVARES, E.; GIACOMETTI, C.; GUSSO, E. Governança corporativa: um modelo brasileiro. Elsevier, 2008.

ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S.S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n.4, 2009.

ARMSTRONG, C.; GUAY, W.; WEBER, J. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 179-234, 2010.

BIANCHI, M.; NASCIMENTO, A. M. A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos**, 2005.

BORTOLON, P. M.; NETO, A. S.; SANTOS, T. B. Custos de auditoria e governança corporativa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 61, p. 27-36, 2013.

BUENO, G.; NASCIMENTO, K. LANA, J. GAMA, M. A. B.; MARCON, R. Mecanismos Externos de Governança Corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 120-141, 2018.

B3. Bovespa Mais Nível 2. Folheto explicativo, 2014. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais-nivel-2/> Acesso em 06 set. 2018.

B3. Segmentos de Listagem. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/> Acesso em 06 set. 2018.

DA SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. 2002. **Dissertação** (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo.

DA SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Elsevier, 2015.

DE FREITAS, G. A.; SILVA, E. M.; OLIVEIRA, M. C.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M. Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos Listados na B3 em Ambiente de Crise Econômica. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 100-119, 2018.

DE VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **REGE Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

FREEMAN, R. E. Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge University press, 2010.

GILLAN, S. L. Recent developments in corporate governance: An overview. **Journal of corporate finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T., The Evolution of Shareholder Activism in the United States, 2007. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 19, n. 1, p. 55-73, 2007.

GONZALEZ, E. T. et. al. A sequel to Impact of Corporate Governance on Productivity: Asian Experience. In: **Best Practices in Asian Corporate Governance**, Asian Productivity Organization, 2007. Disponível em <https://www.apo-tokyo.org/00e-books/IS-20_BP_AsianCorpGov/IS-20_BP_AsianCorpGov.pdf>. Acesso em 09 de setembro de 2018.

GOODPASTER, K. E. Business ethics and stakeholder analysis. **Business Ethics Quarterly**, v. 1, n. 1, p. 53-73, 1991.

GRUN, R. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista brasileira de ciências sociais**, v. 18, n. 52, p. 139-217, 2003.

HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism. **School of Economics and Business Administration**, 1996.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 2015. Disponível em <<http://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>>. Acesso em 08 de setembro de 2018.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHN, K.; SENBET, L. W. Corporate governance and board effectiveness. **Journal of Banking & Finance**, v. 22, n. 4, p. 371-403, 1998.

JONES, T. M. Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. **Academy of management review**, v. 20, n. 2, p. 404-437, 1995.

LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, v. 39, p. 327-337, 2004.

MACHADO, D. G.; FERNANDES, F. C.; BIANCHI, M. Teoria da Agência e Governança Corporativa: Reflexão acerca da Subordinação da Contabilidade à Administração. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 4, n. 10, 2016.

MARTINEZ, A.L. *Agency Theory* na Pesquisa Contábil. In: Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, ENANPAD, XXII, Foz do Iguaçu (PR), **Anais**, 1998.

MARTINS, S. M.; SILVA, T. R.; BARROS, A. S.; TINOCO, J. E. P. Governança corporativa: teoria e prática. **Revista Eletrônica de Gestão de Negócios**, v. 1, n. 3, p. 76-90, 2005.

MAZZIONI, S.; FOLLETTO, E. P.; GUBIANI, C. A.; KRUGER, S. D. Governança Corporativa: Análise Bibliométrica do Período de 2000 a 2012. **REUNIR – Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 5, n. 1, p. 1-21, 2015.

MILLER, M. H. Debt and Taxes. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American economic review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos novos mercados da BOVESPA: novo mercado, nível 1 e nível 2 - determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n.1, p.107-136, 2009.

RIBEIRO, H. C. M.; JUNIOR, C. M.; SOUZA, M. T. S., CAMPANÁRIO, M. A.; CORRÊA, R. Governança Corporativa: Um Estudo Bibliométrico da Produção Científica das Dissertações e Teses Brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 15, n. 3, p. 52-70, 2012a.

RIBEIRO, H. C. M.; MURITIBA, S. N.; MURITIBA, P. M.; DOMINGUES, L. M. Entender para progredir: análise da pesquisa em governança corporativa no Brasil. **Gestão Contemporânea**, ano 9, n. 12, p. 11-42, 2012b.

SHERIDAN, T.; KENDAL, N. Corporate governance: an action plan for profitability and business success. London: Pitman Pub., 1992.

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

SJÖSTRÖM, E. Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know? **Sustainable Development**, v. 16, n. 3, p. 141-154, 2008.

SORENSEN, K. E.; SZABÓ, D. Corporate governance codes and groups: in search of best practices for group governance. In: Business Law Blog, University of Oxford, 2018. Disponível em: <<https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/03/corporate-governance-codes-and-groups-search-best-practices-group>> Acesso em 09 set. 2018.

THE WORLD BANK. Corporate Governance. 2016. Disponível em <<http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance>>. Acesso em 08 set. 2018.

USEEM, M. Executive defense: Shareholder power and corporate reorganization. Harvard University Press, 1993.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.

YABLONSKY, S. et. al. Performance durable de l'entreprise: quels indicateurs pour une évaluation globale? Paris: L 'Académie des Sciences et Techniques Comptables et Financières/SAGE, 2017. 140p.

ZATTONI, A. Who should control a corporation? Toward a contingency stakeholder model for allocating ownership rights. **Journal of business ethics**, v. 103, p. 255-274, 2011.