

# CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DOS PAÍSES LATINO-AMERICANOS: ANÁLISE DAS PRÁTICAS DA ONU

AGNALDO A. SANTOS<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0003-3205-9237>

SERGIO F. CRISPIM<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-4060-8315>

EDUARDO C. OLIVA<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-7454-3759>

MARCOS DORNELLES<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0003-4872-1336>

**Para citar este artigo:** Santos, A. A., Crispim, S. F., Oliva, E. C., & Dornelles, M. (2020). Códigos de governança corporativa dos países latino-americanos: Análise das práticas da ONU. *Revista de Administração Mackenzie*, 21(6), 1–28. doi:10.1590/1678-6971/eRAMD200061

**Submissão:** 29 mar. 2020. **Aceite:** 18 ago. 2020.

<sup>1</sup> Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS), São Caetano do Sul, SP, Brasil.



This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License.

This paper may be copied, distributed, displayed, transmitted or adapted for any purpose, even commercially, if provided, in a clear and explicit way, the name of the journal, the edition, the year and the pages on which the paper was originally published, but not suggesting that RAM endorses paper reuse. This licensing term should be made explicit in cases of reuse or distribution to third parties.

Este artigo pode ser copiado, distribuído, exibido, transmitido ou adaptado para qualquer fim, mesmo que comercial, desde que citados, de forma clara e explícita, o nome da revista, a edição, o ano e as páginas nas quais o artigo foi publicado originalmente, mas sem sugerir que a RAM endosse a reutilização do artigo. Esse termo de licenciamento deve ser explicitado para os casos de reutilização ou distribuição para terceiros.

## RESUMO

**Objetivo:** Para a estabilidade do ambiente organizacional, a adoção de códigos de governança corporativa tornou-se uma importante condição para a estabilidade do ambiente organizacional por valorizar a transparência como princípio norteador das relações estabelecidas nos diversos segmentos de negócios e possibilitar a competição de forma diferenciada. Nesse sentido, este artigo tem o objetivo de comparar, com base em um conjunto de práticas recomendadas pela ONU, as características dos códigos de governança corporativa adotados na América Latina por Brasil, México, Argentina, Colômbia, Chile e Peru.

**Originalidade/valor:** O artigo estuda a adoção de códigos de governança corporativa adotados pelos países latino-americanos, pouco explorados sobre o tema de forma integrada.

**Design/metodologia/abordagem:** Trata-se de estudo descritivo qualitativo e quantitativo com análise em profundidade pelo uso de técnicas de análise de conteúdo, complementada pela análise hierárquica de *clusters*, por meio do método Ward, em que se utilizam medidas de similaridade de Jaccard e de Russell e Rao.

**Resultados:** Verificou-se que os códigos de governança corporativa emitidos pelo Brasil, pela Colômbia e pela Argentina convergem com o guia da ONU, enquanto o do Peru converge parcialmente. A convergência observada sugere uma preocupação com o alinhamento às demandas dos investidores internacionais. Por fim, constatou-se que os códigos de governança corporativa emitidos pelo Chile e México têm baixa convergência com o guia da ONU, sugerindo maior preocupação intrarregional do que com o alinhamento a padrões internacionais, o que pode levar a uma maior dificuldade na atração de investimento direto ou não.

## PALAVRAS-CHAVE

Governança corporativa. Código de governança. ONU. Análise de conglomerados. Países latino-americanos.

## 1. INTRODUÇÃO

Diversos escândalos ocorridos no início dos anos 2000 levaram os Estados Unidos a editar a Lei Sarbanes-Oxley (Sarbanes-Oxley ACT, 2002) com o objetivo de diminuir a possibilidade de os administradores e auditores fraudarem os resultados das empresas, como ocorreu nos casos Enron, WorldCom e Tyco, entre outras empresas envolvidas (Bequai, 2003). Visando evitá-las ou reduzi-las, além de legislações específicas, foi desenvolvida a governança corporativa, tratada pela primeira vez por Monks (1991) e, em seguida, pela parceria de Monks e Minov (1995). No entanto, desde a obra de Berle e Means (1984), já há muitos estudos sobre a estrutura de capital, que é um dos fatores essenciais nos diversos modelos de governança.

A governança corporativa propicia a criação de mecanismos que possibilitam o controle e o monitoramento dos negócios (Mendes de Luca, Martins, Ribeiro Maia, & Coelho, 2010). Desde então, os Estados-membros da Organização das Nações Unidas (ONU) empreenderam várias ações para fortalecer seus marcos regulatórios nessa área, a fim de que pudessem restaurar a confiança dos investidores e aprimorar a transparência e a responsabilidade das organizações (United Nations Conference on Trade and Development [Unctad], 2006). Uma importante iniciativa foi a publicação pela ONU, em 2006, de um guia de boas práticas de governança corporativa com o intuito de promover a melhor conscientização em países e empresas que não são suficientemente aderentes às boas práticas internacionais e, conseqüentemente, falham em satisfazer as expectativas dos investidores em relação às empresas (Unctad, 2006).

Com o advento das bases de dados *on-line* de artigos acadêmicos (Ebsco Host, Web of Science, Scopus, Spell, Google Scholar, Periódicos Capes), facilitado pela internet, é possível o encontro de artigos sobre os códigos de governança corporativa. Só na base Web of Science (2020) do Institute for Scientific Information (ISI), por exemplo, em uma pesquisa com a lógica TS = “corporate governance” AND TS = “code” em maio de 2020, foram encontrados 765 títulos. De 2011 a 2020 (última análise em maio de 2020), dessa quantidade, encontraram-se 579 títulos (75% dos títulos publicados), e o maior número de publicações foi em 2017 (98 títulos).

Dado o exposto, o presente artigo tem como objetivo comparar as características dos códigos de governança adotados pelos países latino-americanos Brasil, México, Argentina, Colômbia, Chile e Peru tomando como base o conjunto de práticas recomendadas pela ONU. O artigo pretende se diferenciar da publicação de Oliveira, Almeida, Stefe e Cunha (2014), que compa-

raram o código de governança corporativa adotada pelos países que compõem o grupo Brics (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), e de Kitagawa & Ribeiro (2009), que identificaram práticas de governança corporativa de empresas do Brasil, da Argentina, do Chile e do México com base nos princípios recomendados pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD]). Especificamente sobre publicações da América do Sul, a base Web of Science (2020) apresenta 18 publicações, como as de Barco e Briozzo (2020), Correia e Lucena (2020), Méndez Beltrán, Lugo Romero e Valenzuela Melo (2018) e Macías e Román (2014).

Na América Latina, os seis países representam aproximadamente 92% do Produto Interno Bruto (PIB) da região, com destaque para Brasil (1,885 trilhão de dólares), México (1,22 trilhão de dólares) e Argentina (519 bilhões de dólares). Brasil (12), México (8), Chile (5), Colômbia (2), Argentina (2) e Peru (1) somam 30 empresas de capital aberto. O Brasil (29) em 2018 teve o volume médio financeiro de 1,36 bilhão de dólares de American Depositary Receipts (ADR), destacando-se sobre os demais países da América Latina (Word Bank, 2019).

Este artigo é justificado pela crescente importância, visibilidade e interesse que a governança corporativa desperta em empresas, investidores e pesquisadores, e pelo fato de a perspectiva de um recorte regional no nível da América Latina ainda ter sido pouco explorado.

Assim, o presente artigo apresenta, na próxima seção, uma revisão da literatura que abrange a governança corporativa e as categorias de divulgação da governança corporativa recomendadas pela ONU. Em seguida, apontam-se a caracterização e os métodos de pesquisa utilizados. Depois, indicam-se as práticas recomendadas pela ONU, e faz-se uma análise comparativa entre os códigos de governança em países em desenvolvimento. Por fim, apresentam-se as considerações finais seguidas pelas referências da pesquisa.

## 2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

### 2.1 Governança corporativa: códigos de boas práticas

A governança corporativa, assim como a estrutura de propriedade das empresas e a legislação das bolsas de valores, entre outras características políticas e sociais, pode ser diferente de país para país (Qurashi, 2017) em função dos diferentes estágios de desenvolvimento econômico de cada um (Oliveira, Medeiros, & Queiroz, 2012; Qurashi, 2017).



Roe (2005) identifica três tipos de governança corporativa: 1. governança corporativa externa – ou normas –, que indica como as empresas podem ser dirigidas; 2. governança corporativa horizontal, que norteia os limites do acionista majoritário; e 3. governança corporativa vertical, que limita as ações da alta direção em função dos acionistas.

Os códigos de governança corporativa são úteis para a formalização de uma série de recomendações e se destinam a corrigir possíveis deficiências na estrutura de governança das empresas (Essen, Engelen, & Carney, 2013; Schiehl & Martins, 2016) de forma alinhada como o propósito da governança corporativa de garantir aos investidores e à empresa os retornos sobre os investimentos realizados (Qurashi, 2017).

Os primeiros códigos de governança corporativa foram publicados no início dos anos 1990 e hoje existem em mais de 100 países, cada um de acordo com a condição econômica e adaptação de outros códigos já publicados, melhorando suas versões e atualizações (European Corporate Governance Institute, 2019). O primeiro código de boas práticas da governança corporativa foi o *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, publicado no Reino Unido (Cadbury, 1992). Em seguida, editaram-se os códigos *The Toronto report on corporate governance* (Toronto Stock Exchange, 1994), do Canadá, e *Principles of corporate governance: Analysis and recommendations*, dos Estados Unidos (The American Law Institute, 1994).

A propagação dos códigos de boas práticas de governança em diversos países ganhou força por conta da pressão criada pela OCDE. O Brasil teve sua primeira edição de código de governança em 1999. No documento, foram apontadas condições para uma boa governança e sua relação com o mercado de capitais, o crescimento das organizações e os efeitos positivos sobre o crescimento econômico das nações (Lodi, 2000). Também se definiram as regras para tratar de conflitos de agência e contribuições para a elaboração de códigos para países-membros e não membros da OCDE, autoridades reguladoras, mercado de capitais, investidores institucionais, fundos de *private equity*, associações de investidores e agências de *rating* corporativo (Lodi, 2000).

Esses três momentos (Monks, Cadbury e OCDE) foram determinantes para evidenciar a quebra de hegemonia dos gestores, a comissão de países, que advogam pelas melhores práticas e pela necessidade de instituições multilaterais que contribuem para o crescimento e o desenvolvimento dos países. Questões como criação de valor e riqueza e maximização do retorno dos investimentos e as relações com os gestores membros da direção executiva, os acionistas e os conselhos da administração são assuntos recorrentes



das organizações nos vários modelos de governança praticados, que se diferenciam por características comuns e modelos predominantes nas empresas de cada país. Esses momentos se tornaram a base para a avaliação das práticas de governança em países emergentes, assim como para o desenvolvimento de códigos por parte de tais países (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009).

Os códigos de governança passaram a evoluir no seu entendimento como princípios de crises econômicas (Mees & Smith, 2019), cultura nacional no código de governança corporativa (Humphries & Whelan, 2017), inclusão de temas emergentes como diversidade de gênero (Sultana, Cahan, & Rahman, 2020) e o uso de tecnologia da informação (De Haes, Huygh, Joshi, & Caluwe, 2019). A Austrália, por exemplo, adotou uma nova edição após a crise existente nos anos 2007-2008, por pressões dos investidores locais (Mees & Smith, 2019). É importante que os códigos editados por cada país sejam revisados em um período médio de quatro anos (Zulkafli, Hooy, & Ooi, 2017).

Por um lado, passam a existir os códigos de governança corporativa, editados por cada país, e, por outro, as empresas começaram a declarar a prática, a adesão e o cumprimento ou não dos princípios: a empresa não é obrigada a cumprir com os princípios, porém deve explicar as razões por que não o faz, adotando um conceito de que as empresas têm condições diferentes, como seu tamanho (Barco & Briozzo, 2020; Reddy, 2019). A Nigéria, que possui um código de governança corporativa baseado no modelo anglo-saxão e segue a abordagem “cumprir ou explicar”, adota, em alguns casos, a abordagem “cumprir” por causa da atuação da autoridade reguladora (Ajibo & Ajibo, 2018).

Originariamente, o código de governança do Brasil foi editado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, pela B3 (Bolsa de Valores) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), trazendo contribuições de instituições diversificadas: uma representante da sociedade civil, um investidor institucional, uma do mercado de capitais e, por fim, um órgão regulador. Movimento similar foi feito no Japão, nos Estados Unidos e no Reino Unido visando contribuir para o desempenho sustentável das organizações e influenciar os agentes da sociedade para uma maior transparência, justiça e responsabilidade (OECD, 2016).

Nessa discussão, vale ressaltar o papel do International Standards of Accounting and Reporting (Isar), órgão da ONU que visa ajudar os países em desenvolvimento e as economias em transição a implementar melhores práticas de transparência e contabilidade nas empresas, na perspectiva de facilitar os fluxos de investimento e o desenvolvimento econômico (Viana,



Costa, Cabral & Santos, 2017). Entre as diversas iniciativas promovidas pelo Isar, destaca-se a publicação, no ano de 2006, do *Guidance on good practices in corporate governance disclosure*, cujo objetivo foi promover mais transparência corporativa, incluindo uma melhor divulgação de padrões relacionados à governança corporativa, de modo a ajudar os países em desenvolvimento e aqueles com economia em transição a aumentar a capacidade de atrair investimentos estrangeiros e melhorar a comunicação dos seus empreendimentos com as partes interessadas (Unctad, 2006).

No caso de alguns mercados emergentes, como o Brasil, a natureza da governança corporativa afeta positivamente o desempenho da empresa, ou seja, é um meio que, em outros países, pode ser considerado um fim (Black, De Carvalho, & Gorga, 2012). Em países com empresas nas quais há disseminação de governança corporativa forte e amplamente aceita, há maior valorização atribuída ao capital, o que pode refletir em investimento nesses países. Assim, o custo de obtenção de capital seria maior, mesmo com a percepção de que há risco associado ao investimento, mas os mecanismos de governança podem se reportar ao bom desempenho de empresas (Al-Hares, 2019).

Os objetivos dos códigos de governança corporativa dos países latino-americanos têm direcionamentos diversificados: instrumentos para proteger os direitos dos investidores, credores e interessados, com o objetivo de evitar ou limitar a possibilidade de disseminação de informações assimétricas (código argentino); acesso dos investidores a informações suficientes para que possam tomar decisões corretas de investimento (código chileno); práticas corporativas que elevem os padrões de governança corporativa (código colombiano); cultura de governança corporativa capaz de melhorar a percepção das corporações pelos investidores, promover o desenvolvimento de negócios e contribuir para a criação de valor na economia peruana (código peruano); e, por último, processo de institucionalização e de transparência das operações, para maior competitividade em um mundo global, e acesso a financiamento em condições favoráveis, além de sucessão estável e perenidade (código mexicano). A maioria dos códigos latino-americanos possui conteúdos comuns, como seção dedicada à transparência, à atuação do conselho de administração e ao tratamento de acionistas e *stakeholders* (OECD, 2016).

O *Guia sobre evidenciação de boas práticas de governança corporativa* (Unctad, 2006) foi constituído por um conjunto de 52 itens de divulgação referentes às boas práticas de governança das empresas em cinco partes distintas: 1. transparência financeira; 2. responsabilidade corporativa e conformidade; 3. auditoria; 4. estrutura acionária e exercício dos direitos de controle; 5. estrutura e processo do conselho e da administração. Em 2008, a ONU,

com base em seu guia, examinou as práticas de governança de 100 empresas de mercados emergentes e reuniu as dez maiores de cada um dos seguintes países: África do Sul, Brasil, China, Coreia do Sul, Índia, Indonésia, Israel, Malásia, México e Rússia (Unctad, 2006). Nessas 52 práticas recomendadas pela ONU, podem-se identificar, de maneira subjetiva, na interpretação e no julgamento do atendimento da informação requerida, os procedimentos para a direção e o controle de empresas e os processos usados pelo conselho de administração com a finalidade de monitoria e supervisão da administração dos gestores.

## 2.2 Algumas práticas recomendadas pela ONU

Entre as práticas de governança corporativa recomendadas pela ONU, destacam-se: 1. estrutura acionária e o exercício dos direitos de controle; 2. a estrutura e o processo do conselho e da administração, buscando agregar um baixo viés de possibilidade dos dados. Segue breve descrição das duas práticas.

### 2.2.1 Estrutura acionária e exercício dos direitos de controle

A estrutura acionária pode ser entendida como um instrumento de controle eficaz, à medida que permite alinhar os interesses dos dirigentes e dos proprietários, e pode ser estabelecida em duas dimensões: 1. a primeira representa a concentração da propriedade, que se refere ao número de ações detidas por um acionista ou por um grupo de acionistas; 2. a segunda é a identidade do acionista majoritário, ou seja, a categoria que detém o controle acionário da empresa, como família, governo, banco, investidor institucional ou companhia não financeira (Campos, 2006; Correia, Amaral, & Louvet, 2011). O principal objetivo da estrutura acionária é garantir o *compliance* dos administradores das sociedades com os interesses do acionista e ainda a mitigação de desalinhamento de interesses entre o acionista (principal) e os administradores (agentes) (Brellochs, 2008).

A estrutura acionária deve ser totalmente divulgada a todas as partes interessadas, e as alterações devem ser divulgadas ao mercado, assim que uma empresa tomar conhecimento. A estrutura acionária de uma empresa é de grande importância em uma decisão de investimento, especialmente no que diz respeito ao tratamento equitativo dos acionistas. Recomenda-se que essa divulgação inclua a concentração de participações societárias, como as participações dos 20 maiores acionistas. Essa informação é de particular interesse para os acionistas minoritários (OECD, 2004).



Brellochs (2008) salienta que a governança de participação societária consiste em um sistema pelo qual as participações são dirigidas e monitoradas, e envolve relacionamento, legitimidade e interação com as partes envolvidas nesse sistema, como se o acionista estivesse dentro da empresa e em um contato direto com a diretoria executiva. Cabe destacar que a participação é determinada de acordo com a legislação do país em que a organização estiver localizada e conforme as características da própria sociedade e os objetivos estratégicos da *holding* (Brellochs, 2008; Kiel, Hendry, & Nichol-Son, 2006).

Deve-se divulgar a estrutura de controle e como os acionistas ou outros membros da organização podem exercer seus direitos de controle por meio de votação ou outros meios. Qualquer acordo sob o qual alguns acionistas possam ter um grau de controle desproporcional à sua participação acionária, seja por meio de direitos de voto diferenciais, nomeação de diretores ou outros mecanismos, deve ser divulgado. Quaisquer estruturas ou procedimentos específicos existentes para proteger os interesses dos acionistas minoritários devem ser divulgados. Em certos casos, o controle é exercido indiretamente por meio da propriedade de uma ou várias entidades, que, por sua vez, controlam coletivamente uma empresa, ou seja, trata-se de uma estrutura de pirâmide. Nesses casos, a divulgação do controle final é considerada uma prática recomendada (OECD, 2004).

Uma empresa pode ter um único acionista ou grupo de acionistas com controle majoritário da empresa, seja detendo a maioria do patrimônio em circulação da empresa ou detendo ações com direitos de voto superiores. Nessa situação, sem salvaguardas para os acionistas minoritários, este último grupo pode ser afetado adversamente. Essa questão é enfatizada por vários códigos, incluindo os princípios da OCDE (OECD, 2004).

Conforme observado nos princípios da OCDE, as informações sobre os processos podem precisar ser complementadas com informações sobre a estrutura acionária, a fim de identificar possíveis conflitos de interesse, transações com partes relacionadas e informações privilegiadas. Quando se divulga a estrutura acionária, também devem ser fornecidas informações sobre acordos de acionistas, limites de voto e participações em outras empresas, bem como os direitos de diferentes classes de ações que a empresa possa ter emitido (OECD, 2004).

### 2.2.2 Estrutura e processo do conselho e da administração

A governança corporativa está diretamente relacionada com o processo decisório na alta gestão, e isso envolve os relacionamentos entre os principais



personagens das organizações empresariais, como acionistas, conselheiros e executivos, representados, respectivamente, pelos seguintes órgãos de administração: assembleia geral, conselho de administração e diretoria executiva, incluindo a composição dos comitês, os planos de sucessão e os processos de avaliação de desempenho.

O conselho de administração consiste no principal componente do sistema de governança, cujo papel é ser o elo entre a propriedade e a gestão, decidindo os rumos do negócio conforme o melhor interesse da organização como um todo (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2010). Os benefícios que esse conselho pode trazer às organizações, segundo o IBGC (2010), são: 1. proteção e valorização da organização; 2. otimização do retorno do investimento no longo prazo; 3. equilíbrio entre os interesses das partes (acionistas e demais *stakeholders*). As discussões acerca da importância dos conselhos de administração como ferramenta de governança corporativa para assimetria informacional ganharam corpo no final da década de 1980, conforme destacam Brugni, Bortolon, Almeida e Paris (2013).

Cabe destacar que, segundo o IBGC (2015), as atribuições dos conselheiros devem ser exercidas com independência e não podem se confundir com o papel do Estado na qualidade de acionista controlador. Segundo o órgão, é fundamental que o conselho de administração previna e administre situações de conflito de interesses, e lidere com autoridade e diligência o funcionamento do sistema de governança para realização plena de suas atividades. Para tanto, deve evitar a concentração de poder e observar as boas práticas de governança corporativa, e, assim, a presidência do conselho de administração e a função de principal executivo ou diretor-presidente devem ser exercidas por pessoas diferentes. Elgammal, Liu, Elhoseiny e Mazzone (2017) admitem que o conselho é responsável por determinar padrões, ideais e princípios, além de garantir que o referido esteja estabelecido.

O conselheiro deve, ainda, ser isento de conflito de interesse fundamental e estar sempre atento aos assuntos da organização. Além disso, deve compreender que seus deveres e suas responsabilidades são abrangentes e não restritos às reuniões do conselho (IBGC, 2015).

Bergamini (2005) reforça que a necessidade de segregação entre as funções de governança e de gestão se torna inquestionável, e cabem ao conselho de administração as tarefas de orientação estratégica e de supervisão dos atos da diretoria executiva, a qual, por seu lado, cuida da gestão da empresa. É atribuição da diretoria executiva a gestão de riscos, no entanto cabe ao conselho supervisionar essa gestão, estabelecendo boas práticas de governança que incluam a definição de procedimentos relativos à administração dos riscos.



### 3. MÉTODO - ANÁLISE

Esta pesquisa tem caráter descritivo, com foco em um grupo específico de países da América Latina – Brasil, México, Argentina, Colômbia, Chile e Peru. A escolha desses países decorre da importância das economias na região e da adoção de princípios e práticas de governança corporativa que são o objeto do estudo. O foco será a análise de duas práticas recomendadas pela ONU e destacadas na revisão da bibliografia: 1. estrutura acionária e exercício dos direitos de controle; e 2. estrutura e processo do conselho de administração.

A pesquisa possui um caráter documental, pois baseia-se em uma revisão das boas práticas de governança corporativa recomendadas nos códigos dos seis países amostrados à luz das recomendações do guia da ONU.

(Figura 3.1)

#### CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DOS PAÍSES LATINO-AMERICANOS

País	Ano	Código
Argentina	2003	Código de mejores prácticas de gobierno de las organizaciones para la República Argentina
Brasil	2015	Código das melhores práticas de governança corporativa – 5ª edição
	2018	Código brasileiro de governança corporativa – companhias abertas
	2004	Framework code of good corporate for small and medium-size enterprises
Colômbia	2006	Colombian code of best practice
	2009	Colombian guide of corporate governance for closed societies and family firms
Chile	2017	Principios de gobierno corporativo
	2017	Código sistema de empresas SEP
México	2018	Código de principios y mejores prácticas de gobierno corporativo
Peru	2013	Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas

Fonte: European Corporate Governance Institute (2019).

Os dados coletados foram submetidos a uma análise qualitativa de conteúdo documental, em que se utilizou o *software* Atlas.ti. Os nomes das cinco categorias e 52 subcategorias do guia da ONU (por exemplo, estrutura acionária, exercício de direitos de controle, assembleias gerais) foram usados

como palavras-chave na análise dos códigos dos países. Com esse procedimento, avaliou-se o nível de convergência de cada código nacional de governança corporativa para o guia da ONU. Seguindo o exemplo de Zattoni e Cuomo (2008), criou-se uma variável *dummy* para cada prática descrita no guia da ONU. A variável foi pontuada de acordo com a inclusão em cada código nacional de governança corporativa (0 = ausente, 1 = presente).

A pesquisa enfatizou a comparação das práticas contidas em cada código nacional de governança corporativa com as recomendações do guia da ONU e analisou a natureza das instituições emissoras quanto ao objetivo da adoção dos códigos e no que concerne à sua relação com a fiscalização do mercado de capitais em vista do ambiente globalizado ou com a fiscalização da governança corporativa pelas empresas locais. A pesquisa não compara o conteúdo dos códigos dos diferentes países em detalhes, mas, sim, o conteúdo correspondente às recomendações de instituições internacionais representadas pela ONU. É importante lembrar que os códigos foram desenvolvidos em um contexto local, com base em suas leis e nos regulamentos de suas comissões de valores mobiliários, além de algumas instituições *advocacy* já constituídas em alguns países, como o IBGC no Brasil.

Os códigos de governança corporativa do Brasil, do México, da Argentina, da Colômbia, do Chile e do Peru tratam de temas mais recorrentes, como acionistas, ambiente de controle, conflito de interesses, conselho de administração, gerenciamento de riscos, gestão, transparência e divulgação, e de outros temas mais específicos, conforme mostra a Figura 3.2. A pesquisa será centrada na análise dos dois aspectos descritos na revisão bibliográfica.

(Figura 3.2)

**CONTEÚDOS DOS CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DOS PAÍSES LATINO-AMERICANOS**

Conteúdo	ARG	BRA	CHI	COL	MÉX	PER
Acionistas	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ambiente de controle	✓	✓	✓		✓	✓
Conflito de interesses	✓	✓	✓	✓		✓
Conselho de administração	✓	✓	✓		✓	✓
Gerenciamento de riscos			✓		✓	
Gestão	✓	✓	✓	✓		✓
Transparência e divulgação	✓	✓	✓	✓	✓	✓

(continua)

**(Figura 3.2 (conclusão))**

### CONTEÚDOS DOS CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DOS PAÍSES LATINO-AMERICANOS

Outros	ARG	BRA	CHI	COL	MÉX	PER
Responsabilidade social	✓		✓	✓		
Proteção de propriedade intelectual	✓					
Política antissuborno	✓					
Comunicação eletrônica	✓					
Políticas de investimento social	✓					
Resolução de disputa			✓			
Remuneração	✓	✓	✓		✓	✓
Sociedade familiar			✓			
Segurança da informação				✓		
Sociedades não inscritas no registro público do mercado de valores						✓
Compras e aquisições			✓			
Gestão de crises			✓			

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Figura 3.3 apresenta o levantamento de dados dos princípios identificados nos códigos de cada país, nas categorias: 1. estrutura acionária e exercício dos direitos de controle (questões 1 a 9) e 2. estrutura e processo do conselho e da administração (questões 34 a 52), que sumarizam 28 itens, das 52 práticas de governança corporativa recomendadas pela ONU.

**(Figura 3.3)**

### CITAÇÕES CODIFICADAS EM VALORES BINARIZADOS

	Categoria (a)									Categoria (b)																			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	
ARG	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓		✓								✓
BRA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓			✓				✓
CHI					✓					✓				✓			✓	✓	✓	✓		✓				✓	✓		
COL	✓	✓	✓	✓	✓		✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		

(continua)

**(Figura 3.3 (conclusão))**

**CITAÇÕES CODIFICADAS EM VALORES BINARIZADOS**

	Categoria (a)								Categoria (b)																				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	
MÉX	√									√	√			√	√	√	√	√			√								
PER	√	√				√	√	√		√	√	√	√			√	√		√				√						

Fonte: Elaborada pelos autores.

Não foram encontradas citações das codificações “composição e função das estruturas comissão de governo”, “mecanismos de cheques e contrapontos”, “tipos e funções de cargos externos de diretoria e administração” e “política de remuneração para os executivos seniores que saem da empresa como resultado de uma fusão ou aquisição”.

**3.1 Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle**

A Figura 3.1.1 apresenta o levantamento de dados dos princípios identificados nos códigos de cada país, na categoria “estrutura acionária e exercício dos direitos de controle” (questões 1 a 9).

**(Figura 3.1.1)**

**CATEGORIA “ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E EXERCÍCIO DOS DIREITOS DE CONTROLE” DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA RECOMENDADAS PELA ONU**

Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle	ARG	BRA	CHI	COL	MÉX	PER
1. Estrutura de propriedade	√	√		√		√
2. Processo para a realização da assembleia geral anual	√	√		√	√	
3. Mudanças nas participações societárias	√	√		√		√
4. Disponibilidade da agenda da reunião e acessibilidade a ela	√	√		√		
5. Estrutura de controle	√	√	√	√		
6. Direitos de controle	√	√				√
7. Controle e participação acionária correspondente	√	√		√		√
8. Regras e procedimentos que regem a aquisição de controle nos mercados de capitais		√				√
9. Medidas antiaquisição ( <i>anti-takeover</i> )		√				

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Figura 3.1.1, é possível identificar as variáveis “processo para a realização da assembleia geral anual” e “estrutura de controle” como as mais importantes das categorias estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle.

A partir da conclusão da coleta de dados e em complementação a esta pesquisa, foi utilizada a técnica de análise hierárquica de *clusters* com o método Ward, usando o cálculo de distância Jaccard como medida de similaridade entre observações para variáveis binárias, em que 1 é apresentado para amostras idênticas e 0 para amostras distintas (Ferreira, Mota, Silva, Marangon, & Santos, 2008). Foi construída a matriz de proximidade de dimensão 6 x 6.

(Figura 3.1.2)

## MATRIZ DE SIMILARIDADE USANDO MEDIDA JACCARD

Caso	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Argentina	1	0,093	0,833	0,000	0,833	0,417
Brasil	0,093	1	0,870	0,222	0,870	0,352
Chile	0,833	0,870	1	0,806	1,000	1,000
Colômbia	0,000	0,222	0,806	1	0,806	0,583
México	0,833	0,870	1,000	0,806	1	1,000
Peru	0,417	0,352	1,000	0,563	1,000	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

(Figura 3.1.3)

## LIGAÇÃO WARD

Estágio	Cluster combinado		Coeficientes	Estágio primeiro cluster		Próximo estágio
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	1	4	0,000	0	0	2
2	1	2	0,105	1	0	3
3	1	6	0,411	2	0	5
4	3	5	0,911	0	0	5
5	1	3	1,611	3	4	0

Fonte: Elaborada pelos autores.

A medida de Russell e Rao também é bastante utilizada e privilegia apenas as similaridades das respostas 1-1, e se diferencia da medida de Jaccard que não leva em conta a frequência do par de respostas 0-0 considerada irrelevante.

(Figura 3.1.4)

**MATRIZ DE SIMILARIDADE USANDO MEDIDA RUSSELL E RAO**

Caso	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Argentina	0,778	0,000	0,857	0,143	0,857	0,429
Brasil	0,000	1,000	0,857	0,143	0,857	0,286
Chile	0,857	0,857	0,111	0,857	1,000	1,000
Colômbia	0,143	0,143	0,857	0,667	0,857	0,571
México	0,857	0,857	1,000	0,857	0,111	1,000
Peru	0,429	0,286	1,000	0,571	1,000	0,556

Fonte: Elaborada pelos autores.

(Figura 3.1.5)

**LIGAÇÃO WARD**

Estágio	Cluster combinado		Coeficientes	Estágio primeiro cluster		Próximo estágio
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	1	2	0,000	0	0	2
2	1	4	0,095	1	0	3
3	1	6	0,393	2	0	5
4	3	5	0,893	0	0	5
5	1	3	1,619	3	4	0

Fonte: Elaborada pelos autores.

As informações das respostas foram obtidas por meio do *software* IBM SPSS Statistics v. 18.0. Não se trata de um *software* livre, e sua utilização é liberada para o uso de 14 dias (versão trial), dando tempo suficiente para a aplicação e análise. Assim, classificaram-se os países em grupos homogêneos, as similaridades ou dissimilaridades entre os grupos (Maroco, 2003).

Desse ponto em adiante, verificou-se a formação de grupos dos países pesquisados em cada *cluster*, resultando nos seguintes agrupamentos:

- Argentina, Brasil, Colômbia e Peru fizeram parte do *cluster* 1.
- Chile fez parte do *cluster* 2.
- México fez parte do *cluster* 3.

Os princípios “estrutura de propriedade”, “mudanças nas participações societárias”, “direitos de controle”, “controle e participação acionária correspondente” e “regras e procedimentos que regem a aquisição de controle nos mercados de capitais” formaram o *cluster* 1. Apenas “processo para a realização da assembleia geral anual” e “estrutura de controle” formaram o *cluster* 3. O *cluster* 2 foi formado por países que atenderam a todos os princípios da categoria “estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle”.

O Brasil cumpre com todos os princípios da ONU, inclusive é o único a apresentar medidas antiaquisição (*anti-takeover*). No caso do Chile, não foi possível identificar esse mesmo aspecto, já que o país tem um princípio direcionado para empresas com controle estatal.

### 3.2 Estrutura e processo do conselho e da administração

A Figura 3.2.1 apresenta o levantamento de dados dos princípios identificados nos códigos de cada país, na categoria “estrutura e processo do conselho e da administração” (questões 34 a 52).

(Figura 3.2.1)

#### CATEGORIA “ESTRUTURA E PROCESSO DO CONSELHO E DA ADMINISTRAÇÃO” DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA RECOMENDADAS PELA ONU

Estrutura e processo do conselho e da administração	ARG	BRA	CHI	COL	MÉX	PER
34. Estruturas de governança, como as comissões e outros mecanismos para prevenir conflitos de interesse	✓	✓	✓	✓	✓	✓
35. Composição do conselho de administração (executivos e não executivos)	✓	✓		✓		
36. Papel e funções do conselho de administração	✓	✓		✓	✓	✓
37. Composição e função das estruturas comissão de governo						

(continua)

**(Figura 3.2.1 (conclusão))**

**CATEGORIA “ESTRUTURA E PROCESSO DO CONSELHO E DA ADMINISTRAÇÃO” DAS PRÁTICAS DA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA RECOMENDADAS PELA ONU**

Estrutura e processo do conselho e da administração	ARG	BRA	CHI	COL	MÉX	PER
38. Qualificações e informações biográficas sobre os membros do conselho		✓		✓		✓
39. Determinação e composição de remuneração dos administradores	✓	✓	✓	✓	✓	
40. Interesses materiais dos membros do conselho e da administração	✓	✓		✓		
41. Independência do conselho de administração	✓	✓		✓	✓	✓
42. Existência de procedimento(s) para tratar de conflitos de interesse entre os conselheiros		✓	✓	✓	✓	✓
43. Mecanismos de “cheques e contrapesos”						
44. Objetivos, sistema e atividades de gerenciamento de riscos	✓	✓	✓	✓	✓	✓
45. Duração dos contratos do diretor	✓	✓	✓	✓		
46. Tipos e funções de cargos externos de diretoria e administração						
47. Existência de plano de sucessão	✓		✓	✓	✓	✓
48. Atividades de desenvolvimento e treinamento profissional		✓				
49. Número de diretorias externas e cargos de administração ocupados pelos diretores				✓		
50. Processo de avaliação de desempenho	✓		✓	✓		
51. Disponibilidade e uso do mecanismo de consultoria durante o período coberto pelo relatório		✓	✓			
52. Política de remuneração para os executivos seniores que saem da empresa como resultado de uma fusão ou aquisição						

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 3.2.1, é possível identificar as variáveis “número de diretorias externas e cargos de administração ocupados pelos diretores”, “duração dos contratos do diretor” e “atividades de desenvolvimento e treinamento profissional” como as mais importantes da categoria “estrutura e processo do conselho e da administração” nas práticas da ONU.

A partir da conclusão da coleta de dados e em complementação a esta pesquisa, foi utilizada a técnica de análise hierárquica de *clusters* com o método Ward, usando o cálculo de distância Jaccard como medida de similaridade entre observações para variáveis binárias, em que 1 é apresentado para amostras idênticas e 0 para amostras distintas. Foi construída a matriz de proximidade de dimensão 6 x 6.

(Figura 3.2.2)

**MATRIZ DE SIMILARIDADE USANDO MEDIDA JACCARD**

Caso	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Argentina	1	0,488	0,664	0,000	0,552	0,869
Brasil	0,488	1	0,840	0,253	0,759	0,759
Chile	0,664	0,840	1	0,664	0,664	1,000
Colômbia	0,000	0,253	0,664	1	0,569	0,569
México	0,552	0,759	0,664	0,569	1	0,047
Peru	0,869	0,759	1,000	0,569	0,047	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

(Figura 3.2.3)

**LIGAÇÃO WARD**

Estágio	Cluster combinado		Coeficientes	Estágio primeiro cluster		Próximo estágio
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	1	4	0,000	0	0	3
2	5	6	0,24	0	0	5
3	1	2	0,271	1	0	4
4	1	3	0,751	3	0	5
5	1	5	1,449	4	2	0

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Figura 3.2.4, é apresentada a matriz de similaridade utilizando a medida de Russell e Rao, que se diferencia da medida de Jaccard.

(Figura 3.2.4)

**MATRIZ DE SIMILARIDADE USANDO A MEDIDA RUSSELL E RAO**

Caso	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
Argentina	0,526	0,333	0,667	0,000	0,667	0,833
Brasil	0,333	0,632	0,667	0,000	0,667	0,667
Chile	0,667	0,667	0,421	0,500	0,833	1,000
Colômbia	0,000	0,000	0,500	0,684	0,500	0,500
México	0,667	0,667	0,833	0,500	0,368	0,667
Peru	0,833	0,667	1,000	0,500	0,667	0,368

Fonte: Elaborada pelos autores.

(Figura 3.2.5)

**LIGAÇÃO WARD**

Estágio	Cluster combinado		Coeficientes	Estágio primeiro cluster		Próximo estágio
	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	2	4	0,000	0	0	2
2	1	2	0,111	0	1	4
3	5	6	0,444	0	0	5
4	1	3	0,875	2	0	5
5	1	5	1,417	4	3	0

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observou-se a formação dos grupos dos países pesquisados em cada *cluster*, resultando na seguinte composição:

- Argentina, Brasil e Colômbia fizeram parte do *cluster 1*.
- Chile fez parte do *cluster 2*.
- México e Peru fizeram parte do *cluster 3*.

É possível afirmar que Argentina, Brasil e Colômbia têm princípios mais alinhados aos da ONU.

## 4. DISCUSSÃO - CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo das práticas de governança corporativa da ONU é oferecer aos investidores internacionais maior transparência das informações, proteção aos acionistas, gerenciamento do risco, conflito de interesses, controle gerencial, atuação e sucessão do conselho de administração. Os códigos desenvolvidos pelos países sofrem modificações para que possam se adaptar às leis e aos regulamentos, inclusive enfatizando princípios específicos de governança corporativa. Dos países analisados, é possível que as edições dos códigos possam privilegiar alguns elementos importantes, ainda não existentes: responsabilidade social; proteção de propriedade intelectual; política antissuborno; comunicação eletrônica; políticas de investimento social; resolução de disputa; remuneração; sociedade familiar; segurança da informação; sociedades não inscritas no registro público do mercado de valores; compras e aquisições; gestão de crises.

É possível identificar que o conteúdo dos códigos possui princípios para diferentes tipos de empresas, como estatais e empresas familiares no código chileno, e princípios ainda não abordados nas práticas da ONU, como princípios específicos de proteção de dados e tecnologia da informação.

Verificou-se que os códigos de governança corporativa emitidos pelo Brasil, pela Colômbia e Argentina convergem com o guia da ONU, enquanto o código governança corporativa emitido pelo Peru converge parcialmente. A convergência observada sugere uma preocupação com as demandas dos investidores internacionais. Por fim, constatou-se que os códigos de governança corporativa emitidos por Chile e México têm baixa convergência com o guia da ONU. Isso representa o menor nível de convergência entre os países investigados.

Em suma, entre os seis países investigados da América Latina, os códigos de governança corporativa do Brasil, da Colômbia e da Argentina são os mais estreitamente alinhados com as recomendações estabelecidas no documento da ONU *Orientação sobre boas práticas na divulgação de governança corporativa*. Nesses países, o desenvolvimento da governança corporativa está claramente focado nas demandas dos investidores internacionais, especialmente na categoria “estrutura e processo do conselho e da administração”. Comparativamente, a convergência dos códigos de Brasil e Colômbia foi superior à dos códigos dos demais países. Contudo, a implementação da governança corporativa é uma iniciativa em desenvolvimento, mesmo nos países que foram pioneiros no conceito. Assim, independentemente das deficiências atuais, a emissão e a difusão de códigos de governança corporativa nas economias

emergentes são, por si sós, um passo importante em direção a uma maior transparência e uma cidadania corporativa.

Complementando o estudo por meio da coleta de dados, foram aplicadas técnicas de agrupamentos de avaliação hierárquica de *clusters*, racionalizando o número ideal de agrupamentos e classificando os países em categorias homogêneas. A partir dos resultados, foi possível identificar os países que tiveram maiores similaridades nas respostas do questionário em um mesmo grupo, e essa abordagem poderia contribuir para uma orientação de boas práticas de governança da ONU, mais direcionadas em função das homogeneidades ou particularidades de grupos de países.

## 5. LIMITAÇÕES - ESTUDOS FUTUROS

O presente estudo conseguiu atender ao objetivo proposto: analisar cada código de governança corporativa. Após a análise de todos os códigos, concluiu-se que há países latino-americanos que possuem similaridade em seus princípios e códigos, e alguns mais alinhados que outros aos princípios recomendados pela ONU – enfim, cada país com algumas particularidades. Concluiu-se também que os códigos possuem algumas semelhanças, mas não há uniformidade. Apesar das conclusões alinhadas com o objetivo proposto, o estudo tem a limitação de fundamentar-se em fontes secundárias, sendo desejável, em estudos futuros, entrevistas com representantes de órgãos regulatórios e organizações. Adicionalmente, pesquisas futuras poderiam explorar países de outras regiões ou mesmo realizar uma comparação inter-regional e global.

## CODES OF CORPORATE GOVERNANCE OF LATIN AMERICAN COUNTRIES: ANALYSIS OF UN PRACTICES

### ABSTRACT

**Purpose:** For the stability of the organizational environment, corporate governance has become an indispensable condition. By adopting corporate governance codes, companies seek to compete differently in the market, valuing transparency as a guiding principle of relationships established in the various business segments. This article aims to compare the characteristics of corporate governance codes adopted by Latin

American countries, including Brazil, Mexico, Argentina, Colombia, Chile, and Peru, through the set of practices recommended by the UN.

**Originality/value:** the article studies the adoption of corporate governance codes adopted by Latin American countries, including Brazil, Mexico, Argentina, Colombia, Chile, and Peru.

**Design/methodology/approach:** This is a qualitative and quantitative descriptive study. The data were analyzed in-depth using content analysis techniques and complemented by hierarchical cluster analysis, with the Ward method, using the Jaccard and the Russell and Rao method.

**Findings:** It was found that the corporate governance codes issued by Brazil, Colombia and Argentina converge with the UN guide. While the corporate governance code issued by Peru partially converges. The observed convergence suggests a concern with the demands of international investors. Finally, it was found that the corporate governance codes issued by Chile and Mexico have low convergence with the UN guide. This represents the lowest level of convergence between the countries investigated, indicating a greater concern with the local context than with international standards.

## KEYWORDS

Corporate governance. Governance codes. UN. Cluster analysis. Latin American countries.

## REFERÊNCIAS

- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate Governance: an International Review*, 17(3), 376–387. doi:10.1111/j.1467-8683.2009.00737.x
- Ajibo, C., & Ajibo, K. (2018). Mandatory versus discretionary rule dichotomy in the harmonization of corporate governance codes: Lessons for Nigeria. *Journal of African Law*, 63(3), 385–411. doi:10.1017/S0021855319000287
- Al-Hares, A. (2019). Corporate governance and cost of capital in OECD countries. *International Journal of Ethics and Systems*, 35(4), 665–690. doi:10.1108/IJOES-02-2019-0043

- Barco, E., & Briozzo, A. (2020). Corporate governance code in Argentina: Analysis of the level of compliance. *Retos – Revista de Ciencias de la Administracion Y Economia*, 10(19), 45–63. doi:10.17163/ret.n19.2020.03
- Bequai, A. (2003). Safeguards for IT managers and staff under the Sarbanes-Oxley Act. *Computers & Security*, 22(2), 124–127. doi:10.1016/S0167-4048(03)00208-6
- Bergamini, S., Junior (2005). Controles internos como um instrumento de governança corporativa. *Revista do BNDES*, 12(24), 149–188. Recuperado de [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13474/2/RB%2024%20Controles%20Internos%20como%20um%20Instrumento%20de%20Governan%C3%A7a%20Corporativa\\_P\\_BD.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13474/2/RB%2024%20Controles%20Internos%20como%20um%20Instrumento%20de%20Governan%C3%A7a%20Corporativa_P_BD.pdf)
- Berle, A. A., & Means, G. (1984). *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Abril Cultural.
- Black, B. S., De Carvalho, A. G., & Gorga, E. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934–952. doi:10.1016/j.jcorpfin.2011.10.001
- Brellochs, J. (2008). *The corporate governance of subsidiaries in multinational corporations: Theoretical analysis and empirical evidence from Europe*. Berlin: VDM Verlag.
- Brugni, T. V., Bortolon, P. M., Almeida, J. E. de, & Paris, P. K. (2013). Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. *International Journal of Disclosure and Governance*, 10(4), 406–421. doi:10.1057/jdg.2013.22
- Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee: Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.
- Campos, T. L. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: Uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração da USP*, 41(4), 369–380.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 41(4), 45–63. doi:10.1590/S1519-70772011000100004
- Correia, T., & Lucena, W. L. (2020). Board of directors and code of business ethics of Brazilian companies. *RAUSP Management Journal*, 55(2), 263–279. doi:10.1108/RAUSP-12-2018-0147



- De Haes, S., Huygh, T., Joshi, A., & Caluwe, L. (2019). National corporate governance codes and IT governance transparency in annual reports. *Journal of Global Information Management*, 27(4), 91–118. doi:10.4018/JGIM.2019100105
- Elgammal, A., Liu, B., Elhoseiny, M., & Mazzone, M. (2017). CAN: Creative Adversarial Networks, Generating. “Art” by learning about styles and deviating from style norms. Recuperado de <https://arxiv.org/pdf/1706.07068.pdf>
- Essen, M., Engelen, P., & Carney, M. (2013). Does “Good” corporate governance help in a crisis? The impact of country and firm level governance mechanisms in the European financial crisis. *Corporate Governance: an International Review*, 21(3), 201–224. doi:10.1111/corg.12010
- European Corporate Governance Institute (2019). ECGI Global. Recuperado de <https://ecgi.global/content/codes>
- Ferreira, R., Mota, A., Silva, J., Marangon, L., & Santos, E. (2008). Comparação de duas metodologias multivariadas no estudo de similaridade entre fragmentos de floresta atlântica. *Revista Árvore*, 32(3), 511–521. doi:10.1590/S0100-67622008000300012
- Humphries, S., & Whelan, C. (2017). National culture and corporate governance codes. *Corporate Governance – The International Journal of Business in Society*, 17(1), 152–163. doi:10.1108/CG-06-2016-0127
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2010). *Caderno de boas práticas para reuniões do conselho de administração*. São Paulo: IBGC. Recuperado de [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2758341/mod\\_resource/content/1/9.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2758341/mod_resource/content/1/9.pdf)
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo: IBGC. Recuperado de [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod\\_resource/content/1/Livro\\_Codigo\\_Melhores\\_Praticas\\_GC.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod_resource/content/1/Livro_Codigo_Melhores_Praticas_GC.pdf)
- Kiel, C. G., Hendry, K., & Nichol-Son, G. J. (2006). Corporate governance options for the local subsidiaries of multinational enterprises. *Corporate Governance*, 14(6), 568–576. doi:10.1111/j.14678683.2006.00531.x
- Kitagawa, C., & Ribeiro, M. (2009). Governança corporativa na América Latina: A relevância dos princípios da OCDE na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 61–76. doi:10.1590/S1519-70772009000300005
- Lodi, J. B. (2000). *Governança corporativa: O governo da empresa e o conselho* (Vol. 2). Rio de Janeiro: Campus.



- Macías, A., & Román, F. (2014). Consecuencias económicas de la Reforma de Gobierno Corporativo en un mercado de capitales emergente. Pruebas de México. *El Trimestre Económico*, 81(322), 357–412.
- Maroco, J. (2003). *Análise estatística: Com a utilização do SPSS*. Lisboa: Silabo.
- Mees, B., & Smith, S. (2019). Corporate governance reform in Australia: A new institutional approach. *British Journal of Management*, 30, 75–89. doi:10.1111/1467-8551.12298
- Mendes de Luca, M. M., Martins, L. C., Ribeiro Maia, A. B., & Coelho, A. C. (2010). Os mecanismos de auditoria evidenciados pelas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e no Novo Mercado da Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 101–130. Recuperado de <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/817>
- Méndez Beltrán, J., Lugo Romero, A., & Valenzuela Melo, I. (2018). Production of positive financial returns given the distribution of good governance codes in listed organizations in Colombia. *Revista Universidad y Empresa*, 20(35), 169–196. doi:10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.5846
- Monks, R. (1991). *Power and accountability*. New York: Harper Business.
- Monks, R., & Minow, N. (1995). *Corporate governance*. Blackwell.
- Oliveira, J. C., Neto, Medeiros, O. B., & Queiroz, T. B. (2012). Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: Lead-lag entre o IGC e o IBrX. *Revista Brasileira de Finanças*, 10(1), 149–172. doi:10.12660/rbfin.v10n1.2012.3048
- Oliveira, M., Almeida, S., Stefe, R., & Cunha, G. (2014). Comparative analysis of the corporate governance codes of the five Brics countries. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(3), 49–70.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (1999). *OECD principles of corporate governance*. Recuperado de [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles_en.pdf)
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2004). *OECD principles of corporate governance*. Recuperado de <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2016). *Strengthening corporate governance codes in Latin America*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/LART-2016-Strengthening-Corporate-Governance-Codes-Latin-America.pdf>





- Qurashi, M. (2017). Comparison of corporate governance codes for GCC countries with the UN best practices. *BAM 2017 Conference Proceedings*. Coventry, UK. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/319716462>
- Reddy, B. (2019). Thinking outside the box – Eliminating the perniciousness of box-ticking in the new corporate governance code. *Modern Law Review*, 82(4), 692–726. doi:10.1111/1468-2230.12415
- Roe, M. J. (2005). The institutions of corporate governance. In C. Ménard & M. M. Shirley (Eds.), *Handbook of new institutional economics*. Kluwer.
- Sarbanes-Oxley Act. (2002). Recuperado de <http://www.soxlaw.com/>
- Schiehll, E., & Martins, H. C. (2016). Cross-national governance research: A systematic review and assessment. *Corporate Governance: an International Review*, 24(3), 181–199. doi:10.1111/corg.12158
- Sultana, N., Cahan, S., & Rahman, A. (2020). Do gender diversity recommendations in corporate governance codes matter? Evidence from audit committees. *Auditing – A Journal of Practice & Theory*, 39(1), 173–197. doi:10.2308/ajpt-52560
- The American Law Institute (1994). *Principles of corporate governance: Analysis and recommendations*. St. Paul: American Law Institute. Recuperado de <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.ali/alicgv0082&div=1&src=home>
- United Nations Conference on Trade and Development (2006). *Guidance on good practices in corporate governance disclosure*. New York, Geneva: Unctad. Recuperado de [https://unctad.org/en/docs/iteteb20063\\_en.pdf?user=46](https://unctad.org/en/docs/iteteb20063_en.pdf?user=46)
- United Nations Conference on Trade and Development (2009). Review of the implementation status of corporate governance disclosures: An examination of reporting practices among large enterprises in 12 emerging markets. *International Accounting and Reporting Issues:2009 Review*, Geneva, 10. doi:10.18356/721f7c6c-en
- Viana, D. B. C., Junior, Costa, F. C. da, Filho, Cabral, A. C. de A., & Santos, S. M. dos (2017). Disclosure de boas práticas de governança segundo recomendações da ONU: Um estudo nas companhias listadas no segmento novo mercado sob a perspectiva de porte empresarial. *Revista de Ciências da Administração*, 19(49), 102–116. doi:10.5007/2175-8077.2017v19n49p102
- Web of Science (2020). Recuperado de <http://apps.webofknowledge.com>
- World Bank (2019). Recuperado de [https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?name\\_desc=false](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?name_desc=false)



- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate governance: an International Review*, 16(1), 1–15. doi:10.1111/j.14678683.2008.00661.x
- Zulkafli, A., Hooy, C.-W., & Ooi, C.-A. (2017). Investigating the effectiveness of corporate governance code revisions on the perspective of the revision interval. *International Journal of Business and Society*, 18(3), 503–514.

## NOTAS DOS AUTORES

**Aginaldo A. Santos**, mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA), Escola Superior de Propaganda e Marketing (ESPM); **Sergio F. Crispim**, doutor pela Escola de Artes, Ciências e Humanidades, Universidade de São Paulo (USP); **Eduardo C. Oliva**, doutor pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA), Universidade de São Paulo (USP); **Marcos Dornelles**, doutor pelo Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA), Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS).

Aginaldo A. Santos é agora doutorando do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS); Sergio F. Crispim é agora professor da graduação, da pós-graduação e pesquisador do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS); Eduardo C. Oliva é agora professor, pesquisador, gestor e diretor do *stricto sensu* do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS); Marcos Dornelles é agora professor do Departamento de Engenharia de Produção da Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS).

Correspondências sobre este artigo devem ser enviadas para Aginaldo A. Santos, Rua Conceição, 321, térreo, Conceição, São Caetano do Sul, São Paulo, São Paulo, Brasil, CEP 09530-060.

E-mail: agnaldoa@outlook.com.br

### CORPO EDITORIAL

**Editor-chefe**  
Gilberto Perez

**Editor Associado**  
Antonio Zoratto Sanvicente

**Suporte Técnico**  
Vitória Batista Santos Silva

### PRODUÇÃO EDITORIAL

**Coordenação Editorial**  
Jéssica Dametta

**Estagiária Editorial**  
Paula Di Sessa Vavlis

**Preparação de originais**  
Carlos Villarruel

**Revisão**  
Silvana Gouvea

**Diagramação**  
Emap

**Projeto Gráfico**  
Libro