



202

O Impacto da Governança Corporativa no Desempenho das Empresas listadas na B3 durante a Pandemia da Covid-19 no Brasil.

Aluno Graduação/Undergraduate Student Maria Clara Moreira de França¹, Doutor/Ph.D. Paulo Henrique Leal², Doutor/Ph.D. Luiz Carlos Marques dos Anjos¹

¹Universidade Federal de Pernambuco, Recife, Pernambuco, Brazil. ²Universidade Federal do Cariri, Cariri, Ceará, Brazil

Resumo/Abstract

Esta pesquisa teve por objetivo identificar o impacto das práticas de governança corporativa sobre o desempenho durante o enfrentamento da COVID-19 nas empresas listadas na B3. Para isso, foi realizada uma pesquisa com um total de 404 observações, utilizando dados disponíveis de 202 empresas listadas na B3 por meio do software Economática e através dos formulários de referência disponibilizados no website da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sendo realizada por meio de análise descritiva e regressão de dados em painel. Para o desempenho, as variáveis dependentes escolhidas foram Faturamento e o EBITDA. Os resultados demonstraram que alguns aspectos de governança corporativa defendidos pela ampla comunidade acadêmica não surtiram efeitos significativos e por isso foram rejeitados nesse estudo e ainda que a Covid-19 não afetou negativamente o desempenho das empresas listadas. Os resultados são relevantes por buscarem responder se a estrutura da governança corporativa é eficaz em cenários pandêmicos e em como o desempenho pode ser afetado quando relacionado a certos atributos de governança.

Modalidade/Type

Iniciação Científica / Undergraduate Paper

Área Temática/Research Area

Controladoria e Contabilidade Gerencial (CCG) / Management Accounting



O Impacto da Governança Corporativa no Desempenho das Empresas listadas na B3 durante a Pandemia da COVID-19 no Brasil.

RESUMO

Esta pesquisa teve por objetivo identificar o impacto das práticas de governança corporativa sobre o desempenho durante o enfrentamento da COVID-19 nas empresas listadas na B3. Para isso, foi realizada uma pesquisa com um total de 404 observações, utilizando dados disponíveis de 202 empresas listadas na B3 por meio do software Economática e através dos formulários de referência disponibilizados no website da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sendo realizada por meio de análise descritiva e regressão de dados em painel. Para o desempenho, as variáveis dependentes escolhidas foram Faturamento e o EBITDA. Os resultados demonstraram que alguns aspectos de governança corporativa defendidos pela ampla comunidade acadêmica não surtiram efeitos significativos e por isso foram rejeitados nesse estudo e ainda que a Covid-19 não afetou negativamente o desempenho das empresas listadas. Os resultados são relevantes por buscarem responder se a estrutura da governança corporativa é eficaz em cenários pandêmicos e em como o desempenho pode ser afetado quando relacionado a certos atributos de governança.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Covid-19; Desempenho.

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Qual o impacto das práticas de Governança Corporativa no desempenho das empresas listadas na B3 durante a pandemia da COVID-19 no Brasil?

Em dezembro de 2019, o novo coronavírus (COVID-19) foi identificado em Wuhan, China e logo se alastrou pelo mundo inteiro. Como medida de combate à propagação do vírus, a Organização Mundial da Saúde (OMS) declarou Emergência de Saúde Pública de Importância Internacional (ESPII) - o maior nível de alerta da Organização e somente em março de 2020 a OMS declarou a pandemia da COVID-19.

Para conter o avanço do vírus, alguns países precisaram tomar medidas rígidas de isolamento social, uso obrigatório de máscaras e medidas sanitárias, outros países também fecharam as fronteiras e realizaram bloqueios comunitários e por isso, a economia foi afetada no mundo inteiro. No cenário organizacional, por exemplo, as empresas brasileiras enfrentaram um período de recessão econômica por conta das restrições impostas e encontraram dificuldades para se sustentar no mercado.

Ainda, como forma de minimizar os impactos da pandemia, a adoção de práticas de Governança Corporativa se tornou aliada das empresas. Alguns estudos exploram o impacto do vírus em alguns aspectos empresariais, como governança corporativa e desempenho empresarial. Avelar et al. (2020), buscaram analisar os efeitos das medidas adotadas pelas companhias abertas brasileiras frente à pandemia e Khatib e Nour (2021), demonstram como o impacto da COVID-19 pode afetar a governança corporativa e o desempenho empresarial das empresas listadas na Malásia entre os anos de 2019-2020.



Este estudo, portanto, busca avaliar de forma segregada o impacto das práticas de governança corporativa e COVID-19 no desempenho empresarial durante o período pandêmico das empresas listadas na Bolsa Balcão - B3, entre os anos de 2019 e 2020.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. A Teoria da Agência e a Governança corporativa

Com a evolução do mercado de capitais, a estrutura empresarial sofreu modificações significativas e com isso a governança corporativa passou a ser um instrumento essencial no cotidiano das empresas. Como consequência desta mudança e uma concorrência mais agressiva no mercado nacional, proprietários e administradores se tornaram peças essenciais para o sucesso organizacional. Entretanto, os conflitos de interesses são vistos como problemas persistentes no momento em que os proprietários de empresas delegam atividades de gestão para os administradores. Gestores têm seus objetivos pessoais que, diversas vezes, divergem dos objetivos direcionados para beneficiar a empresa, isto é, geração de valor para os proprietários. “Ao passo que propriedade e gestão são exercidas por pessoas distintas e, muitas vezes, com objetivos divergentes, tornam-se necessários instrumentos capazes de promover a harmonia de interesses das partes.” (Benini et al., 2017, p. 1).

De acordo com Jensen e Meckling (1976), a teoria da agência pode ser definida como um contrato entre duas ou mais pessoas, onde o principal contrata o agente para administrar a empresa em seu lugar, delegando autoridade ao agente. Todavia, ao delegar autoridade à outra parte, o principal também está propenso a abrir mão de uma parte de suas riquezas, já que os administradores poderiam buscar se favorecer em detrimento dos proprietários. Sendo assim, se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, portanto, “há uma boa razão para acreditar que o agente nem sempre irá agir de acordo com os interesses do principal” (tradução nossa).

Como uma forma de equilibrar as divergências existentes entre principal e agente, o principal poderia estabelecer incentivos ao agente, pacotes de remuneração, por exemplo, e ainda incorrer em custos de monitoramento destinados a limitar atividades do agente, pois, quando os gestores são fortemente monitorados, há uma tendência para que eles tomem decisões que busquem maximizar os interesses da organização. O problema é que, quando não são monitorados de forma efetiva, os gestores acabam tomando decisões que aumentam seus próprios resultados ao invés de buscarem o aumento de valor da organização. Nesse contexto, os conselhos de administração desempenham parte do papel de supervisão e monitoramento na prevenção de expropriação de riqueza dos acionistas (Chung et al., 2015).

Eisenhardt (1989) afirma que a teoria da agência busca resolver dois problemas que podem ocorrer dentro da relação agente-principal. O primeiro surge quando os desejos ou objetivos do agente e do principal entram em conflito e o segundo quando é difícil ou caro para o principal verificar o que o agente realmente está fazendo, corroborando com a ideia de Jensen e Meckling (1976) de que com um baixo custo é praticamente impossível que o principal garanta que o agente tomará boas decisões. Portanto, o principal não consegue verificar se o agente se comportou adequadamente, ou se ainda o principal e o agente possuem diferentes pontos de vista sobre os riscos que venham a ocorrer

Isso foi possível identificar após os escândalos contábeis envolvendo as empresas



americanas Eron e Worldcom, onde segundo Palepu e Healy (2003), a assimetria de ideias entre a diretoria e os acionistas e ainda a atuação fraca dos comitês de auditoria, descumprindo obrigações contratuais que protegiam acionistas, foram fundamentais para a queda da Enron.

Nesse contexto, em julho de 2002, foi criada a Lei Sarbanes - Oxley (SOx), promulgada nos Estados Unidos, onde seu principal objetivo é exigir que as empresas listadas em bolsa cumpram as boas práticas de governança corporativa a fim de trazer mais segurança para os investidores. De acordo com Mendonça et al. (2010), a SOX surge para recuperar a credibilidade da informação contábil, aumentando o custo de litígio e o nível de governança corporativa, protegendo os investidores e restaurando a confiança nas demonstrações das empresas.

Silva e Chien (2013) afirmam que a maioria dos estudos sugere que as companhias que melhor remuneram seus executivos apresentam valor e desempenho superiores. A partir dessa perspectiva, entende-se que a remuneração dos executivos é a melhor forma de alinhar os interesses dos executivos com os interesses da empresa e como consequência disso, os gestores estariam motivados a maximizar os resultados da companhia, alavancando os índices de desempenho da empresa. No entanto, os autores ainda sugerem que no Brasil não há evidências significativas de que as empresas brasileiras que mais remuneram seus executivos apresentam melhor desempenho e oferecem maiores retornos aos seus investidores.

Com o estudo realizado por Jensen e Meckling (1976), entende-se que com a separação entre gestão e propriedade, de fato, a gestão realizada por administradores resulta em uma administração realizada de forma mais eficiente, pois os administradores possuem maior capacidade e experiência ao fazê-la ou então porque os proprietários e investidores delegam seu tempo em outras atividades.

No entanto, problemas com o alinhamento de interesse entre proprietários e executivos também podem surgir, uma vez que nem sempre ambos terão interesses semelhantes, essas assimetrias de ideias dão origem aos chamados "Problema de Agência". A Teoria da Agência demonstra que gerentes sem um efetivo monitoramento agem de forma a maximizar seus objetivos pessoais de forma oportunista (Jensen & Meckling, 1976).

2.2 Estudos Empíricos e Desenvolvimento de Hipóteses

Como resultado de uma política forte de combate ao vírus, o colapso não só na saúde, mas também no setor econômico foi inevitável. Segundo Shen et al. (2020), com o poder de compra reduzido e uma economia estagnada, o surto do novo coronavírus causou a pior recessão global desde 1930.

No Brasil, esse cenário não foi diferente, além do choque causado pelo fechamento da economia de países vizinhos, houve também um choque da demanda interna do país no setor do consumo. De acordo com os indicadores econômicos do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2021) o PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro caiu 4,1 % em comparação ao ano de 2019, sendo a menor taxa de uma série histórica. Para Shen et al. (2020), é necessário que se avalie o impacto desses problemas de saúde pública no desempenho corporativo em tempos econômicos mais complicados, já que para os autores, as empresas listadas são o componente básico da economia nacional.



Já no Brasil, o estudo realizado por Avelar et al. (2020), demonstrou o forte efeito negativo da pandemia no mercado brasileiro no mês de março de 2020, apresentando uma queda média de 33,6%, sendo o setor de Petróleo, gás e biocombustíveis os mais afetados (queda média de 38,6%) e o setor de Utilidade Pública foi o menos afetado, apresentando uma queda média de 14,6%. Com base nos estudos apresentados, propusemos a seguinte hipótese:

H1: A Covid-19 afeta negativamente o desempenho das empresas brasileiras

No estudo realizado por Khatib e Nour (2021), os resultados revelaram que a pandemia da COVID-19 afetou características das empresas, incluindo: desempenho, estrutura de governança corporativa, nível de dividendos, liquidez e alavancagem, todavia, a diferença entre o período anterior e posterior à pandemia não é significativa. Além disso, revelou que o tamanho do conselho é o único mecanismo de governança que tem um impacto positivo significativo no desempenho da empresa, visto que, o conselho de administração tem o papel de supervisionar as decisões de gestão e um tamanho maior do conselho é visto de forma positiva já que possui uma maior diversidade de ideias. Para os autores, apesar do impacto do vírus no desempenho empresarial e nos atributos de governança corporativa, as empresas que são bem governadas possuem melhor desempenho que outras.

De acordo com o IBGC (2015), o conselho de administração é um órgão fundamental dentro da Governança Corporativa, sendo ele o responsável por definir estratégia, monitorar, estabelecer metas financeiras e ainda avaliar a diretoria executiva, com o objetivo de trazer bons resultados para a empresa. Desta maneira, para que as intervenções do conselho sejam eficazes, é necessário que haja uma boa estrutura, organização, composição e características garantindo o funcionamento do conselho (Crocini et al. 2020). Ainda, Zahra e Pearce (1989), afirmam que conselhos maiores são capazes de reduzir uma certa dominação da diretoria, já que são considerados eficazes na diminuição dos conflitos de interesse.

Segundo Silveira et al (2003), o conselho de administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores na Governança Corporativa. Para eles, é muito importante um conselho de administração ativo e independente, pois reflete a ideia de que a principal função do conselho de administração é monitorar a gestão da empresa e que somente conselheiros externos e profissionais podem ser monitores eficazes.

Com relação à crescente participação feminina no mercado de trabalho, o estudo realizado por Júnior e Martins (2017, p. 70) apresentou resultados positivos quanto à performance financeira das empresas listadas na B3. Para os autores, “a presença de mulheres no conselho administrativo poderá criar valor e conduzir a um alto desempenho.”

Portanto, a partir dos estudos realizados, levantamos três hipóteses acerca do Conselho de Administração e o desempenho das empresas listadas na B3:

H2a: Ceteris paribus, o tamanho do conselho afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras.



H2b: Ceteris paribus, a independência do conselho afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras

H2c: Ceteris Paribus, a participação feminina no conselho de administração afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras.

Um conselho de administração eficiente é aquele no qual apresenta características e condições independentes. Além disso, a separação entre cargo de diretor e presidente do conselho é fundamental para evitar a concentração de poder (Chen et al., 2015). Na pesquisa desenvolvida Correia et al (2014), os resultados mostraram que há uma relação positiva e que a remuneração dos executivos é maior nas empresas que há a separação das funções de Diretor e de presidente do Conselho de Administração. Para Jensen e Meckling (1976), a dualidade de cargo de CEO aumenta os custos de agência podendo trazer prejuízos ao desempenho empresarial.

Com relação à quantidade de mandatos do CEO, Finkelstein e Hambrick (1990) afirmam que quanto maior o tempo de mandato de um CEO, maior a conformidade com os resultados alcançados e outros autores como Halebian e Finkelsten (1993) demonstram que CEO com longos períodos de mandato tendem a criar uma administração mais propensa a aceitar às suas ideias.

Por isso, levantamos as seguintes questões relativas às características do CEO e como elas afetam o desempenho corporativo:

H3a: Ceteris Paribus, a quantidade de mandatos do CEO afeta negativamente o desempenho das empresas brasileiras.

H3b: Ceteris Paribus, a dualidade do CEO afeta negativamente o desempenho das empresas brasileiras.

Para o IBGC (2015), os comitês de assessoramento ao conselho de administração constituem papel fundamental no funcionamento dos conselhos administrativos, não tendo poder de deliberação e fortalecendo as práticas de governança corporativa. Borges et al. (2020) afirma que a justificativa para a melhoria do desempenho da companhia reside no fato de que a presença de um comitê de auditoria aumenta o grau de controle, evitando ou reduzindo as fraudes e erros nas demonstrações contábeis.

Com relação ao comitê de remuneração, Bruce e Skovoroda (2015) afirmam que a habilidade dos executivos para influenciar as próprias remunerações é maior quando o conselho de administração for fraco, isto é, não tiver independência. Dessa forma, entende-se que o conselho de Remuneração pode influenciar significativamente a remuneração dos executivos. Segundo a Resolução 3.921/2010 do Banco Central do Brasil, além dos papéis de supervisionar e monitorar as políticas e práticas de remuneração, os comitês de auditoria devem zelar para que a remuneração dos administradores seja compatível com a situação financeira da empresa.

No que tange ao Comitê de Governança Corporativa, Shleifer e Vishny (1997), definem que mecanismos de governança corporativa são instituições legais e econômicas que podem ser alteradas através de processo político - às vezes para melhor. Nesse sentido, pode-se entender a importância de um comitê para monitorar as práticas



envolvendo os aspectos de governança. Nesse sentido, no que tange à presença de comitês de assessoramento ao conselho, levantamos a seguinte proposição:

H4: A presença de comitês de assessoramento ao conselho de administração afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras.

Ashley (2002) define que a responsabilidade social empresarial pode ser entendida como uma forma de gestão que tem compromisso com o bem-estar social. Isso significa que a responsabilidade social é pertencente a um relacionamento ético e transparente de uma organização com os seus stakeholders. Segundo Adebayo (2000), a responsabilidade social quando relacionada com o meio ambiente, é a forma de utilização dos recursos naturais, emissão de resíduos e a adoção de tecnologias limpas e que essas medidas podem auxiliar as empresas a se tornarem mais sustentáveis, cumprindo o seu papel social.

De acordo com Claro e Esteves (2021), as empresas que estão formalmente comprometidas com práticas de desenvolvimento social e sustentáveis que atuam no Brasil levam em conta os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) e que fazem parte da Agenda 2030. De acordo com a pesquisa realizada pelas autoras, 94% das empresas têm o compromisso público de considerar os ODS em seu planejamento. A partir disso, pode-se inferir o papel fundamental das organizações dentro das práticas sustentáveis no mundo.

Ainda, dentro do contexto da governança sustentável, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) tornou a adoção de práticas ambientais e sustentáveis inquestionáveis dentro da política empresarial das empresas brasileiras, sendo este, um indicador que mede o retorno de uma carteira composta por ações de empresas que possuem comprometimento reconhecido com a sustentabilidade empresarial (BOVESPA, 2022). Como o objetivo de testar se o ISE influenciou no desempenho da empresa durante a pandemia, levantamos outra hipótese:

H5: A participação no ISE afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras.

Para Correia et al. (2014), a política de remuneração aos dirigentes de empresas visa estabelecer uma conexão entre a riqueza desses atores e a dos acionistas, onde, na medida em que ela proporciona o alinhamento de interesses, as decisões tomadas pelos administradores tendem a ser mais compatíveis com os objetivos da empresa. Segundo os autores, a remuneração ou os contratos de incentivos são desenvolvidos com a finalidade de minimizar os problemas de agência gerados pela separação entre a propriedade e gestão.

Para Camargos, Helal e Boas (2007), os incentivos são recompensas que o agente recebe e que são relacionadas a um bom desempenho da empresa, com o objetivo de tornar a remuneração mais atraente e competitiva. Ainda, para Jensen, Murphy e Wruck (2004), um dos mecanismos de governança utilizado para alinhar objetivos entre gestores e proprietários é a utilização de pacotes de remuneração atrelados ao desempenho das empresas, que podem funcionar eficientemente para atrair, reter e motivar os diretores executivos a agirem no interesse dos proprietários e não com base em seus interesses individuais.



Embora exista uma série de ferramentas de GC, como: composição de Conselho de Administração (CA), separação entre Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente e auditoria independente, por exemplo, a remuneração de executivos se tornou uma das melhores ferramentas para regular os conflitos de agência que venham a existir.

Jensen e Murphy (1990) defendem ainda que as políticas de remuneração são elaboradas para incentivar gestores na implementação de ações que aumentam a riqueza dos acionistas. Mas, é preciso ter cautela ao observar que a remuneração cria incentivos para maximizar resultados para os acionistas. Por exemplo, quando a remuneração é baseada nos indicadores de desempenho, mas tais indicadores são manipulados pelos próprios gestores para receberem maiores níveis de remuneração. Nesses casos, surge um novo problema de agência, devido a uma prática oportunista dos gestores que gerenciam resultados para atingir as metas de desempenho e receberem mais bônus. Alternativamente, as companhias contam com práticas de monitoramento de gestores para reduzir tais comportamentos oportunistas, encaixando-se em práticas de governança relacionadas ao monitoramento de gestores por parte dos conselhos de administração.

Para Murphy (1985), há uma relação positiva entre desempenho corporativo e remuneração dos executivos. Nesse contexto, levantamos a seguinte hipótese:

H6: A remuneração dos executivos afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras.

Com os escândalos corporativos no cenário mundial em 2000, a discussão acerca de governança corporativa e auditoria independente se intensificou. Para Nichols e Smith (1983), a auditoria independente funciona como um mecanismo de governança corporativa porque o auditor independente consegue atestar se as informações contábeis estão em conformidade com a regulação contábil vigente. Nesse caso, os auditores podem restringir a possibilidade do gestor manipular resultados e assim expropriar os pequenos acionistas, ajudando e aproximando os investidores e outros grupos interessados nas informações das organizações.

Como uma ferramenta de Governança Corporativa, a Auditoria independente é fundamental para construir um ambiente de confiança entre empresas e acionistas. Para o IBGC (2015), "assegurar a independência dos auditores é fundamental para que eles possam avaliar com isenção as demonstrações financeiras e contribuir para a formação de um ambiente de confiança entre administradores, sócios e demais partes interessadas." (p. 87). Buscando analisar como a presença da auditoria independente afeta o desempenho empresarial, criamos a seguinte hipótese:

H7: A certificação de auditoria por uma Big4 afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. Coleta dos dados

Com o objetivo de analisar se a Governança Corporativa e a COVID-19 afetam o desempenho das empresas, foram buscados os dados de todas as empresas com listagem ativa na bolsa, excluindo as empresas com dados faltantes e de setores específicos como

as empresas do setor financeiro. O período de análise temporal abrangeu os anos de 2019 e 2020 (antes e durante a pandemia). Os dados foram trabalhados com o auxílio dos softwares *Microsoft Office 365* e *R Studio*.

Os dados utilizados para construção das variáveis dos estudos foram coletados a partir de:

- I. Formulários de referência disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.
- II. Informações financeiras extraídas do *software Economática*®.

O Quadro 1 apresenta as variáveis utilizadas na execução da presente pesquisa, identificando a variável, forma de operacionalização e fonte dos dados.

Quadro 1 – Definições de variáveis da pesquisa

Variável	Operacionalização	Fonte dos dados	Resultados Esperados
Desempenho - Variáveis dependentes			
Resultado EBITDA (EBITDA)	Lucros Antes dos Impostos, Taxas, Depreciação e Amortização	Economática®	Não se aplica
Vendas (VEND)	Faturamento bruto da empresa durante o período	Economática®	Não se aplica
Variáveis independentes - Governança Corporativa			
Tamanho do conselho (TAMC)	Número total de membros efetivos no conselho de administração	Formulário de referência Item 12.5/6	Positivo
Independência do conselho (INDC)	Número de membros efetivos do conselho de administração que pertencem apenas ao conselho de administração	Formulário de referência Item 12.5/6	Positivo
Dualidade do CEO (CEODual)	Uma dummy que recebe “1” se o CEO também atuar como presidente do conselho de administração e “0” caso contrário	Formulário de referência Item 12.5/6	Negativo
Diversidade de gênero no conselho (GÊNERO)	Proporção de membros do conselho de administração que são mulheres	Formulário de referência Item 12.5/6	Positivo

Comitê de auditoria (COMAudit)	Uma dummy que recebe "1" se a empresa contar com a presença de um comitê de auditoria e "0" caso contrário	Formulário de referência Item 12.7/8	Positivo
Comitê de governança (COMGov)	Uma dummy que recebe "1" se a empresa contar com a presença de um comitê de Governança e "0" caso contrário	Formulário de referência Item 12.7/8	positivo
Comitê de remuneração (COMRem)	Uma dummy que recebe "1" se a empresa contar com a presença de um comitê de remuneração e "0" caso contrário	Formulário de referência Item 12.7/8	Positivo
Remuneração total (REM)	LN da remuneração total dos executivos da diretoria estatutária, incluindo parte fixa e variável	Formulário de referência Item 13.2	Positivo
Empresa de auditoria (Big4)	Uma dummy que recebe "1" se a empresa é auditada por uma das Big4 e "0" caso contrário	Economática®	Positivo
Mandato do CEO (CEOMdt)	Número de mandatos do diretor presidente (CEO)	Formulário de referência Item 12.5/ 6	Negativo
Participação no ISE (ISE)	Uma dummy que recebe "1" se o executivo é de uma empresa que integra o Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE e "0" caso contrário	Economática®	Positivo
Variável Independente – Pandemia de COVID-19			
Covid-19 (COVID)	Uma dummy que recebe "1" se o ano foi 2020 e "0" caso contrário, considerando que o ano de 2020 foi afetado pela pandemia de Covid-19	Economática®	Negativo

Fonte: elaboração própria.

Os critérios utilizados para a seleção das empresas foram os seguintes:

- a) Foram selecionadas todas as empresas que operam na bolsa de valores brasileira (B3).



- b) As empresas selecionadas foram as que se encontram em fase operacional, isto é, foram excluídas aquelas empresas que estavam em fase pré-operacional, empresas em recuperação ou liquidação (judicial e extrajudicial), as falidas e as paralisadas.
- c) O intervalo temporal escolhido foi do início do ano de 2019 até o final do ano de 2020, pois, em 2019 embora tenha tido os primeiros casos de covid na China, a doença ainda não havia se alastrado no território brasileiro. Já em 2020, houve o primeiro caso de Covid-19 no Brasil e as medidas de restrições quanto à circulação da população foram tomadas pela primeira vez. As empresas que não continham dados e informações entre os períodos de 01.01.2019 e 31.12.2020 foram excluídas
- d) As empresas com dados omissos ou incompletos também foram excluídas.

Com as exclusões efetuadas, obteve-se um total de 202 empresas e um total de 404 observações.

3.2 Análise dos Dados

Tendo como base estudos relacionados com a ligação entre desempenho e governança corporativa durante a pandemia (Khatib & Nour, 2021; Shen *et al.*, 2020; Avelar *et al.*, 2020), para a análise dos dados coletados, utilizou-se a ferramenta de Regressão Linear Múltipla, usando os seguintes testes: Teste F; Teste de Breusch-Pagan; Teste Breusch-Godfrey para correlação serial e para a normalidade dos resíduos foi utilizado o Teorema do Limite Central.

Os modelos de regressão para analisar a influência da governança corporativa e COVID-19 no desempenho das empresas foram expressos conforme Equação 1 e Equação 2:

$$VEND = \beta_0 + \beta_1 TAMC + \beta_2 INDC + \beta_3 CEODual + \beta_4 G\hat{E}NERO + \beta_5 COMAudit + \beta_6 COMGov + \beta_7 COMRem + \beta_8 REM + \beta_9 Big4 + \beta_{10} COVID + \beta_{11} CEOMdt + \beta_{12} ISE + \varepsilon \quad (1)$$

$$EBITDA = \beta_0 + \beta_1 TAMC + \beta_2 INDC + \beta_3 CEODual + \beta_4 G\hat{E}NERO + \beta_5 COMAudit + \beta_6 COMGov + \beta_7 COMRem + \beta_8 REM + \beta_9 Big4 + \beta_{10} COVID + \beta_{11} CEOMdt + \beta_{12} ISE + \varepsilon \quad (2)$$

Em que:

$VEND$ = Faturamento bruto da empresa durante o período

$EBITDA$ = Lucros Antes dos Impostos, Taxas, Depreciação e Amortização

$TAMC$, $INDC$, $CEODual$, $G\hat{E}NERO$, $COMAudit$, $COMGov$, $COMRem$, REM , $Big4$, $CEOMdt$, ISE e $COVID$ são as variáveis independentes, conforme a Quadro 1. β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 , β_7 , β_8 , β_9 , β_{10} , β_{11} , β_{12} são os parâmetros de regressão e ε , o erro inerente a qualquer modelo.

Ressaltamos que foi testado um modelo com a variável dependente ROA (Retorno sobre os ativos), mas não apresentou teste F significativa e por isso, não foi utilizada na análise.

4. RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva dos dados

A tabela 1 apresentada a seguir evidencia as estatísticas descritivas segregadas em ano sem Covid (2019) e ano com Covid (2020)

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis estudadas

	Ano sem Covid (2019)					
	Média	Moda	Mediana	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
REM	13,945	14,49	0	2,794	18,228	0
ISE	0,103	0	0	0,305	1	0
TAMC	15,026	15,125	#N/D	1,945	20,646	9,493
EBITDA	12,706	12,844	#N/D	3,161	18,759	5,746
VEND	13,918	14,323	0	3,316	19,527	0
Big4	0,784	1	1	0,413	1	0
GÊNERO	0,021	0	0	0,142	1	0
CEODUAL	0,093	0	0	0,291	1	0
CEOMdt	1,936	2	2	0,876	8	0,58
INDC	5,546	5	4	2,498	14	0
COMAudit	0,515	1	1	0,501	1	0
COMRem	0,134	0	0	0,342	1	0
COMGov.	0,33	0	0	0,471	1	0
	Ano com Covid (2020)					
	Média	Moda	Mediana	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
REM	13,839	14,306	14,269	3,044	18,469	0
ISE	0,156	0	0	0,364	1	0
TAMC	15,338	15,454	17,226	1,845	19,985	9,33
EBITDA	13,295	13,577	14,466	5,535	18,046	7,294
VEND	14,257	14,46	16,522	3,116	19,415	0
Big4	0,789	1	1	0,409	1	0
GÊNERO	0,013	0	0	0,112	1	0

CEODUAL	0,08	0	0	0,272	1	0
CEOMdt	1,873	2	2	0,754	5	0,33
INDC	5,705	6	4	2,26	13	0
COMAudit	0,553	1	1	0,498	1	0
COMRem	0,173	0	0	0,379	1	0
COMGov.	0,316	0	0	0,466	1	0

Fonte: Própria

É possível verificar que os valores médios de Ebitda e Vendas são inferiores em 2019, apresentando respectivamente 12,70 e 13,91 com um desvio-padrão de 3,16 e 3,31. Já em 2020, os valores médios de Ebitda e Vendas são de 13,29 e 14,25 com um desvio-padrão de 5,53 e 3,11, isso indica que a média do desempenho das empresas cresceu no ano em que a covid chegou ao Brasil.

Além disso, também podemos evidenciar que a empresa que teve o menor Ebitda em 2019 apresentou um resultado positivo de 5,74 enquanto que em 2020 o menor resultado foi de 7,29. Com relação às vendas, em ambos os anos o menor resultado foi 0.

4.1 Análise dos resultados

As tabelas 2 e 3 apresentam o modelo de regressão tendo como variáveis dependentes, respectivamente, Vendas e o EBITDA.

Tabela 2 - Modelo de regressão - Faturamento

VARIÁVEL INDEPENDENTE	Variável dependente - VEND		
	Modelo I - VEND (Sig.)	VIF	Erro Padrão
TAMC	0,33355 (***)	1,515144	0,06800
INDC	2,61884 (**)	1,401321	1,07771
CEODual	-0,84839	1,430976	0,53321
GÊNERO	0,16459	1,083236	1,02523
COMAudit	0,77556 (***)	1,349733	0,29956
COMGov	0,29493	1,368764	0,32399
COMRem	-0,40533	1,146830	0,40148
REM	0,28913 (***)	1,149415	0,04704
Big4	0,81180 (**)	1,175996	0,33246
COVID	0,10273	1,010097	0,25863

CEOMdt	0,02898	1,041551	0,16034
ISE	1,06370 (**)	1,179720	0,44386
(Constante)	4,33666	-	
Teste F		0,00000	
R ² ajustado		0,37106	
R ²		0,38979	
Nº de observações		404	
Teste de Breusch-Pagan		Sig. 0,0000	
Teste Breusch-Godfrey para correlação serial		Sig. 0,5743	
Normalidade dos resíduos		"Teorema do Limite Central"	

Notas: Significância: *** 1% ** 5% * 10%

Fonte: Elaboração Própria

Conforme pode ser observado, o teste F mostrou que o modelo com 404 observações foi significativo com p-valor menor que 0,01. O R² do modelo mostrou que o conjunto das variáveis independentes (*TAMC*, *INDC*, *CEODual*, *GÊNERO*, *COMAudit*, *COMGov*, *COMRem*, *REM*, *Big 4*, *COVID*, *CEOMdt*, *ISE*) explicam, em média, 38,97% do faturamento.

Tabela 3 - Modelo de regressão - Ebitda

VARIÁVEL INDEPENDENTE	Variável dependente - EBITDA		
	Modelo II - EBITDA (Sig.)	VIF	Erro Padrão
TAMC	0,29437 (***)	1,483328	0,04210
INDC	-0,23725	1,359681	0,67684
CEODual	-0,61633 (*)	1,121396	0,35141
GÊNERO	-1,52900 (**)	1,339363	0,65396
COMAudit	0,63394 (***)	1,374084	0,18572
COMGov	0,26212	1,116436	0,19993
COMRem	-0,32579	1,198351	0,24885
REM	0,14438 (***)	1,162401	0,03257
Big4	0,69241 (***)	1,169169	0,21809
COVID	0,37893 (**)	1,010850	0,16111
CEOMdt	0,19388 (*)	1,381979	0,10117
ISE	1,11680 (***)		0,26966

(Constante)	7,89743	-
Teste F		0,00000
R ² ajustado		0,44454
R ²		0,46311
Nº de observações		360
Teste de Breusch-Pagan		Sig. 0,6809
Teste Breusch-Godfrey para correlação serial		Sig. 0,8551
Normalidade dos resíduos		"Teorema do Limite Central"

Notas: Significância: *** 1% ** 5% * 10%

Fonte: elaboração própria.

Assim como na Tabela 2, o teste F mostrou que o modelo com 404 observações foi significativo com p-valor menor que 0,01. O R² do modelo mostrou que o conjunto das variáveis independentes (*TAMC*, *INDC*, *CEODual*, *GÊNERO*, *COMAudit*, *COMGOv*, *COMRem*, *REM*, *Big 4*, *COVID*, *CEOMdt*, *ISE*) explicam, em média, 46,31% do EBITDA.

Além disso, para verificar se existiam problemas com multicolinearidade entre as variáveis, foi calculado o VIF (*variance inflation factor*), conforme apresentado nas tabelas acima. Diante dos resultados expostos, foi possível perceber que não foram encontrados problemas com multicolinearidade, já que os valores VIF em ambos os modelos de regressão foram abaixo de 10, sendo, inclusive, abaixo de 5.

Os resultados do modelo de regressão da Tabela 2, referente ao faturamento, demonstraram que a COVID-19 afetou positivamente o faturamento, não apresentando relação significativa. Já no modelo de regressão da Tabela 3, referente ao EBITDA, os resultados demonstraram que a COVID-19 afetou positivamente com um nível de significância de 5%. Sendo assim, com o coeficiente de relação positivo, podemos afirmar que durante o ano de 2020 - com covid - as empresas apresentaram maiores índices de desempenho, se comparado ao período de 2019, rejeitando **H1**.

Esse resultado vai de encontro com o estudo realizado por Khatib e Nour (2021), de que embora a covid-19 tenha impactado o desempenho empresarial, este não foi tão significativo. Por outro lado, o resultado apresentado por Shen et al. (2020), apresentou que a COVID-19 tem impacto negativo a um nível de significância de 1%, o que significa que a COVID-19 afetou negativamente o desempenho das empresas, sendo controverso ao nosso estudo.

Com relação às características do conselho administrativo envolvendo as hipóteses H2a, H2b e H2c, nosso estudo demonstrou que com relação ao faturamento (Tabela 2), o tamanho do conselho (*TAMC*), afetou positivamente o faturamento da empresa, com um nível de significância a 1%, isso significa que o tamanho do conselho



de administração afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras, fazendo com que aceitemos a H2a e indo de acordo com o estudo de Khatib e Nour (2021), que também se estende à literatura citada pelos autores (Hassan & Marimuthu, 2016; Waheed & Malik, 2019). Para eles, o tamanho do conselho ainda tem um papel importante no aprimoramento do desempenho da empresa durante períodos incertos.

Ainda com relação ao faturamento (Tabela 3), a H2b nos diz que a independência do conselho afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras. O modelo de regressão apresentou um resultado positivo a um nível de significância de 5%, o que nos permite aceitar a H2b e afirmar que, de fato, a independência do conselho de administração afeta positivamente o desempenho empresarial. Silveira et al (2003) destaca a importância de um conselho de administração ativo e independente, podendo ser alcançado através de pessoas distintas ocupando cargos de diretor executivo e presidente do conselho, grande participação de membros independentes e ainda com um número adequado de membros.

No que se diz respeito à diversidade de gênero dentro do conselho de administração, o modelo de regressão relacionado ao faturamento (Tabela 2), embora tenha apresentado resultado positivo de 0,16459, não foi significativo e por isso, não podemos dizer que a participação feminina no conselho de administração afeta positivamente o desempenho das empresas brasileiras. Embora a literatura acadêmica seja favorável e apresente resultados positivos relacionados à participação feminina e desempenho corporativo (Lazzaretti; Godoi, 2012; Arfken; Bellar, Helms, 2004), a hipótese H2c foi rejeitada.

No modelo de regressão envolvendo a variável independente EBITDA (Tabela 3), os resultados foram um pouco controversos. Enquanto o tamanho do conselho de administração (TAMC) se manteve significativo a um nível de 1% e apresentou resultado positivo de 0,29437, fazendo com que aceitemos a H2a, por outro lado, a Independência do conselho de administração (INDC) foi contrária ao que foi apresentado na Tabela 2 (Faturamento). Isso porque, quando a variável dependente foi o EBITDA, o modelo nos mostrou que o resultado foi negativo e que não houve nível de significância, fazendo com que o resultado apresentado não ofereça evidência conclusiva em relação à relação positiva entre independência do conselho e desempenho, fazendo com que se rejeite H2b. Os resultados convergem com Hermalin e Weisbach (1991) que apresentam uma ausência de correlação entre composição do conselho e desempenho corporativo.

Com relação à participação feminina no conselho quando relacionamos a variável de desempenho do EBITDA, resultou num resultado negativo com um nível de significância de 5%, ou seja, a participação feminina no conselho de administração afeta negativamente o desempenho das empresas brasileiras. Ou seja, a hipótese H2c foi rejeitada e o estudo corroborou com o estudo realizado por Darmadi (2011), de que o desempenho de mercado tem associações negativas com a diversidade de gênero do conselho. Ainda, a razão para essa relação negativa pode estar atrelada à medição do desempenho e o número limitado de mulheres no conselho de administração, pois não são raras as nomeações de mulheres no conselho de administração se tratarem de uma fachada para retratar a imagem da empresa de diversidade de gênero (AKPAN; AMRAN, 2014).



As hipóteses H3a e H3b afirmam, respectivamente, que a quantidade de mandatos do CEO afeta negativamente o desempenho das empresas brasileiras e a dualidade do CEO afeta negativamente o desempenho das empresas brasileiras. A Tabela 2 demonstra que a quantidade de mandatos de CEO apresentou resultado positivo de 0,02898 e não teve significância, não sendo possível afirmar que a quantidade de mandatos do CEO afeta negativamente o desempenho das empresas brasileiras, também, a dualidade do cargo de CEO embora tenha apresentado resultados negativos, não obteve significância. Sendo assim, rejeitamos ambas as hipóteses relacionadas ao Faturamento.

No caso da variável dependente EBITDA, os resultados foram semelhantes: quantidade de mandatos do CEO (CEOMdt) também apresentou resultado positivo, mas não significativo e a dualidade de cargo do CEO (CEODual) apresentou resultado negativo, mas não significativo. Portanto, H3a e H3b são rejeitadas em ambos os casos. Os resultados do estudo são consonantes com o estudo de Silveira et al. (2003), que apresentou evidências de que, em média, as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente obtiveram melhores valores de mercado.

Com relação a presença de comitês de assessoramento ao conselho, isto é, os comitês de auditoria, governança corporativa e remuneração, obtivemos que em ambos os casos, apenas o comitê de auditoria tem influência positiva no desempenho das empresas e por isso, não podemos aceitar **H4**. Esse resultado também corrobora com o estudo realizado por Khatib e Nour (2021) de que as reuniões do conselho e do comitê de auditoria parecem ter influência negativa no desempenho da empresa, sendo uma consequência de uma alta remuneração dos diretores e honorários por reuniões que as empresas não tinham condições de pagar.

Avaliando a participação da empresa no ISE e a sua relação positiva com o desempenho das empresas, obtivemos os seguintes resultados: A Tabela 2 (VENDAS), demonstrou a participação no ISE traz resultados positivos no faturamento, apresentando 1,064 e significância de 5%. A Tabela 3 (EBITDA) também apresentou um resultado positivo de 1,116 e significância de 1%. Em ambos os casos, aceitamos a hipótese H5. O resultado apresentado do nosso estudo é consoante com as ideias dos autores Aras e Crowther (2008) e Kocmanová et al. (2011), que afirmam que organizações que possuem um maior entendimento sobre sustentabilidade tendem a ter uma melhor governança corporativa e de que ambas são ferramentas fundamentais para um alcance de melhores resultados.

Com relação a remuneração dos executivos e o desempenho, tanto com relação ao faturamento como em relação com o EBITDA, os resultados foram positivos e significantes. O faturamento apresentou 0,28913 e significância de 1% e o EBITDA apresentou 0,14438 com significância a 1%. Em ambos os casos, portanto, aceitamos a **H6**. O resultado é condizente com a literatura acadêmica citada durante o nosso estudo ((Silva e Chien, 2013; Jensen e Meckling, 1976; Correia et al., (2014)). Dentro da perspectiva da governança, a remuneração de executivos é considerada como um dos mais importantes mecanismos utilizados pelas empresas para alinhar interesses, isto é, motivar os gestores a agirem no interesse dos proprietários do capital, pois a partir do momento em que os executivos são bonificados, sentem-se motivados para desempenhar suas funções de acordo com os interesses da empresa (Core et al., 1999). Desta maneira,



quando os executivos são remunerados, há motivação para alavancarem os índices de desempenho da empresa.

No tocante a Auditoria independente realizada por uma Big 4 e o desempenho, o estudo demonstrou que com relação ao faturamento, há uma relação positiva e significativa entre a certificação de auditoria por uma Big4 e o desempenho. A tabela 1 demonstrou que essa relação positiva foi de 0,81180 com uma significância de 5%, sendo assim, podemos aceitar a **H7**. Quando relacionamos a certificação de uma Big4 e o EBITDA, o resultado foi similar ao apresentado na tabela 1, sendo uma relação positiva de 0,69241 a uma significância de 1%. Em ambos os casos, aceitamos **H7** e podemos afirmar a relação positiva entre a certificação de uma auditoria independente realizada por uma BIG4 e o desempenho das empresas. O estudo realizado por Batistella et al. (2022) foi semelhante, demonstrando uma relação positiva entre auditoria independente realizada por uma Big4 e desempenho de mercado.

5. CONCLUSÃO

O presente estudo buscou examinar o impacto da governança corporativa no desempenho das empresas listadas na Bolsa Balcão durante a pandemia da Covid-19. Utilizando dados disponíveis nos sites da B3 e nos formulários de referência dos anos de 2019 e 2020, foi realizada uma pesquisa quantitativa com uso de regressão.

Os modelos de regressão, com exceção do modelo de regressão da variável ROA, apresentaram significância de teste F menor que 0,01, sendo o Faturamento apresentando um R^2 de 38,97% e a tabela relativa ao EBITDA apresentando um R^2 de 46,31%. Os dados dos modelos das Tabelas 2 e 3 não apresentaram problemas com multicolinearidade devido aos baixos valores VIF calculados.

Os resultados mostraram que os resultados foram semelhantes para ambas as variáveis dependentes. A covid não afetou negativamente o desempenho e que ainda, tamanho do conselho, comitê de auditoria, ISE, remuneração e auditoria afetaram positivamente o desempenho. Curiosamente, o estudo demonstrou que algumas variáveis consideradas como importantes para a governança corporativa, como por exemplo, a diversidade de gênero, não afetaram o desempenho das empresas.

Este estudo é relevante por apresentar e buscar expandir o impacto de pandemias dentro do cenário organizacional. O estudo não contém todos os atributos de governança corporativa, não sendo livre e impune de limitações. No entanto, com uma literatura limitada no cenário nacional relacionando como o covid-19 influencia a relação entre governança corporativa e desempenho organizacional, buscamos responder a seguinte questão: Qual o impacto da covid-19 em empresas com boas práticas de governança corporativa?

Como sugestão de próximas pesquisas sobre o assunto, recomendamos o uso de um maior espaço temporal, já que até o presente momento, o COVID-19 ainda continua presente no cenário mundial, bem como, a introdução de outras ferramentas de governança corporativa na análise.



REFERÊNCIAS

Adebayo, E. (2000). *Corporate social responsibility disclosure, corporate financial and social performance: an empirical analysis*. 2000. (Doctoral dissertation, Wayne Huizenga Graduate School of Business and Entrepreneurship Nova Southeastern University). Retrieved from ProQuest Dissertations and Theses.

Akpan, E. O.; & Amran, N.A. (2014). Board characteristics and company performance: Evidence from Nigeria. *Journal of Finance and Accounting*, v. 2, n. 3, p. 81-89. DOI: 10.12691/jfa-8-1-1

Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448. DOI: 10.1108/00251740810863870

Arfken, D. E.; Bellar, S. L.; & Helms, M. M. (2004). The Ultimate Glass Ceiling Revisited: The Presence of Women on Corporate Boards. *Journal of Business Ethics* 50, p. 177 – 186.

ASHLEY, P. A. (2002). *Ética e responsabilidade social nos negócios*.

Banco Central do Brasil. (2020). Focus: Relatório de Mercado: Expectativas de Mercado. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20200515.pdf>

Banco Central do Brasil (Bacen). Resolução nº 3.921/2010.

Batistella, A. J.; Kruger, S. D.; & Moura, G. D. (2022) Influência da governança corporativa e da auditoria no desempenho de companhias abertas. *Race: Revista de administração, contabilidade e economia*, v. 21, n.1, p. 77-100.
<https://doi.org/10.18593/race.23880>

Bebchuck, L. A.; & Fried, J. M. (2006). Pay without performance: Overview of the issues. *Academy of Management Perspectives*, v. 20, n. 1, p. 5-24, 2006.

Benini, D. R.; Bianchi, M.; Machado, D.G.; & Menezes, G. R. (2017). Governança Corporativa e remuneração dos executivos: Um estudo das empresas que compõem o índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA. *Revista Espacios*, v. 38, n. 34.

Borges, W. G.; Lima, N. C.; & Carvalho, L.F. (2020). Características do Comitê de Auditoria e o Desempenho das Companhias de Capital Aberto. *Revista Eletrônica de Administração*, v. 19, n. 1.

BOVESPA. (2022). Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-b3.html

Bruce, A., & Skovoroda, R. (2015). The empirical literature on executive pay: context, the pay-performance issue and future directions. High Pay Centre.



Camargos, M. A.; Helal, D. H.; & Boas, A. P. (2007). Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção. CD-ROOM.

Chen, X.; Cheng, Q.; & Wang, X. (2015). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 899-933.

Chung, H.; Judge, W. Q.; & Li, Y. H. (2015) Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, n. 32, p. 64-90.

Claro, P.B.d.O; & Esteves, N.R. (2021). Sustainability-oriented strategy and Sustainable Development Goals. *Marketing Intelligence & Planning*, Vol. 39 No. 4, pp. 613-630. <https://doi.org/10.1108/MIP-08-2020-0365>

Core, J. E.; Holthausen, R. W.; & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, v. 51, n. 3, p. 371-406.

Croci, E.; Hertig, G.; Khoja, L.; & Lan, L. L. (2020). The Advisory and Monitoring Roles of the Board - Evidence from Disruptive Events. *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper*, n. 673.

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3581712>

Darmadi, S. Board. (2011). Diversity and firm performance: the Indonesian evidence. *Corporate Ownership and Control Journal*, v. 9, n. 1, p. 524-539.

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

Finkelstein, S.; & Hambrick, D. (1990). Top Management Team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, vol. 35(3), p. 484-503

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2021). PIB cai 4,1% em 2020 e fecha o ano em R\$ 7,4 trilhões. Disponível em: <https://censos.ibge.gov.br/2013-agencia-de-noticias/releases/30165-pib-cai-4-1-em-2020-e-fecha-o-ano-em-r-7-4-trilhoes.html>

Haleblian, J.; & Finkelstein, S. (1993). Top Management Team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion. *Academy of Management Journal*, vol. 36(4), p. 844-863.

Hermalin, B.; & Weisbach, M. (1991). The effect of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, v. 21, n. 4, p. 101-12.

Hassan, R., & Marimuthu, M. (2016). Corporate governance, board diversity, and firm value: Examining large companies using a panel data approach. *Economics Bulletin*, 36(3), 1737–1750.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC.

Jensen, M. C.; Murphy, K. J.; & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. *WP*.



Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Jensen, M. C.; & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, v. 98, n. 2, p. 225-264.

Kocmanová, A., Hřebíček, J., & Dočekalová, M. (2011). Corporate Governance and Sustainability. *Economics & Management*, 16.

Lazzaretti, K.; & Godoi, C. K. (2012). A participação feminina nos conselhos de administração das empresas brasileiras: uma análise das características de formação acadêmica e experiência profissional à luz da teoria do capital humano. *Revista Gestão & Conexões*, v.1, n. 1.

Martins, O. S.; Júnior, C. P. S. (2017). Mulheres no Conselho Afetam o Desempenho Financeiro?. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 12, n. 1.

Mendonça, M. M.; Costa, F. M.; Galdi, F. C. & Funchal, B. (2010). O impacto da Lei Sarbanes - Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21 (52).
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000100004>

Murphy, K.(1985).Corporate Performance and Managerial Remuneration. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11–42.

Nichols, D.; & Smith, D. (1983). Auditor credibility and auditor changes. *Journal of Accounting Research*, v. 21, n. 2, 534-544. DOI: 10.2307/2490789

Palepu, K. G.; & Healy, P. M. (2003). The fall of enron. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 17, n. 2, p. 3-26.

Shleifer, A.; & Vishny, R.W (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783.

Silva, A. L. C., & Chien, A. C. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481-502.

Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10, p. 57-71.

Waheed, A., & Malik, Q. A. (2019). Board characteristics, ownership concentration, and firms' performance: A contingent theoretical based approach. *South Asian Journal of Business Studies*, 8(2), 146–165.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1108/SAJBS-03-2018-0031>

Zahra, S. A. & J. A. Pearce (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, p. 291-334.