

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PAMPA  
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

ALIKI KARAGRIGORIOU GALANOS

GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM A RESILIÊNCIA  
FINANCEIRA: PERSPECTIVAS BRASILEIRAS.

Santana do Livramento

2024

ALIKI KARAGRIGORIOU GALANOS

GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM A RESILIÊNCIA  
FINANCEIRA: PERSPECTIVAS BRASILEIRAS.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Pampa, como requisito para obtenção do Título de Mestre em Administração, linha de pesquisa Organizações e Desenvolvimento.

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Vanessa Rabelo Dutra

Santana do Livramento

2024

Ficha catalográfica elaborada automaticamente com os dados fornecidos  
pelo(a) autor(a) através do Módulo de Biblioteca do  
Sistema GURI (Gestão Unificada de Recursos Institucionais) .

G146g Galanos, Alikí Karagrígoriou  
Governança corporativa e sua relação com a resiliência  
financeira: perspectivas brasileiras. / Alikí Karagrígoriou  
Galanos.  
128 p.  
  
Dissertação (Mestrado)-- Universidade Federal do Pampa,  
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO, 2024.  
"Orientação: Vanessa Rabelo Dutra".  
  
1. Governança Corporativa. 2. Resiliência Financeira. I.  
Título.

ALIKI KARAGRIGORIOU GALANOS

GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM A RESILIÊNCIA  
FINANCEIRA: PERSPECTIVAS BRASILEIRAS.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Pampa, como requisito para obtenção do Título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Organizações e Desenvolvimento

Dissertação defendida e aprovada em: 05 de fevereiro de 2024.

Banca examinadora:

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Vanessa Rabelo Dutra

Orientadora

PPGA/UNIPAMPA

---

Prof. Dr. Igor Bernardi Souza

(UFSM)

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Mygre Lopes da Siva

(UNIPAMPA)



Assinado eletronicamente por **VANESSA RABELO DUTRA, PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR**, em 19/02/2024, às 14:18, conforme horário oficial de Brasília, de acordo com as normativas legais aplicáveis.



Assinado eletronicamente por **MYGRE LOPES DA SILVA, PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR**, em 19/02/2024, às 14:50, conforme horário oficial de Brasília, de acordo com as normativas legais aplicáveis.



Assinado eletronicamente por **Igor Bernardi Sonza, Usuário Externo**, em 20/02/2024, às 14:43, conforme horário oficial de Brasília, de acordo com as normativas legais aplicáveis.



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://sei.unipampa.edu.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://sei.unipampa.edu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **1352534** e o código CRC **EC081947**.

---

## AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Programa de Auxílio da Pós-Graduação da Universidade Federal do Pampa (PAPG-UNIPAMPA), pelo auxílio financeiro recebido durante os primeiros semestres de mestrado. Meus agradecimentos também ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPQ) pelo suporte financeiro durante o último semestre.

## RESUMO

O objetivo proposto é analisar a relação entre as características governança corporativa e a resiliência financeira das empresas listadas no Brasil. Para alcançar o objetivo, foi empregada a técnica de análise de dados em painel estimada pelo método de Efeitos Aleatórios Robustos, que após realizados testes quanto aos pressupostos de regressão e entre modelos, pareceu o mais indicado. As informações foram coletadas na base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em seu formulário de referência (FRE) e também pela Economática®. Considera-se a população as empresas de capital aberto listadas na bolsa do Brasil (B3), não-financeiras, ativas na CVM e com dados disponibilizados entre o período de 2018 e 2022, totalizando 189 empresas distribuídas em 19 setores. Os resultados indicam que a concentração acionária, o *tenure* do diretor presidente e o tamanho empresarial têm relação significativa positiva com a resiliência financeira medida pela severidade das perdas no preço das ações. Por outro lado, o efeito COVID-19 mostra relação significativa e negativa com a resiliência financeira, sendo que, em época de crise, as empresas são desafiadas a manter seu desempenho de mercado e, portanto, sua resiliência financeira. Da mesma forma, a independência do conselho de administração e a alavancagem empresarial também apresentam relação significativa e negativa com a resiliência financeira. Verificou-se também que os impactos da pandemia foram diferentes em cada setor, sendo a severidade das perdas e o tempo de recuperação individual para cada um deles. As contribuições deste estudo são tanto teóricas quanto empíricas. Teóricas em termos de avanço da discussão da resiliência financeira e sua possível relação com a governança corporativa em âmbito nacional. Empíricas às empresas que podem encontrar respostas quanto à construção da resiliência financeira que se tem visto como uma importante estratégia para obtenção de vantagem competitiva.

Palavras-chave: resiliência financeira; choques; governança corporativa; regressão em painel.

## ABSTRACT

The proposed objective is to analyze the relationship between the characteristics of corporate governance and the financial resilience of listed companies in Brazil. In order to achieve the objective, we used the panel data analysis technique estimated using the Robust Random Effects method, which, after testing for the regression assumptions and for between models, appeared to be the most appropriate. The information was collected from the Securities and Exchange Commission (CVM) in its reference form (FRE) and also from Economática®. The population is considered to be publicly traded companies listed on the Brazilian stock exchange (B3), non-financial, active on the CVM and with data available between 2018 and 2022, totaling 189 companies distributed across 19 sectors. The results indicate that shareholder concentration, CEO tenure and company size have a significant positive relationship with financial resilience as measured by the severity of share price losses. On the other hand, the COVID-19 effect shows a significant and negative relationship with financial resilience, since in times of crisis companies are challenged to maintain their market performance and therefore their financial resilience. Similarly, the independence of the board of directors and corporate leverage also show a significant and negative relationship with financial resilience. It was also found that the impacts of the pandemic were different in each sector, with the severity of loss and recovery time being individual for each of them. The contributions of this study are both theoretical and empirical. Theoretical in terms of advancing the discussion of financial resilience and its possible relationship with corporate governance at a national level. Empirical in terms of companies being able to find answers as to how to build financial resilience, which has been seen as an important strategy for gaining competitive advantage.

Keywords: financial resilience; shocks; corporate governance; panel regression.



## **LISTA DE QUADROS**

<b>Quadro 1-</b> Medidas de Resiliência Financeira	<b>31</b>
<b>Quadro 2-</b> Hipóteses	<b>40</b>
<b>Quadro 3-</b> Descrição das variáveis	<b>45</b>
<b>Quadro 4-</b> Síntese das hipóteses do estudo	<b>75</b>

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1-</b> Evolução da literatura	<b>28</b>
<b>Figura 2-</b> Contribuição por País	<b>28</b>
<b>Figura 3-</b> Network de coautorias	<b>30</b>
<b>Figura 4-</b> Dimensões da Resiliência Financeira da CVC Brasil	<b>76</b>
<b>Figura 5-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Outros	<b>77</b>
<b>Figura 6-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Petróleo e Gás	<b>78</b>
<b>Figura 7-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Mineração	<b>79</b>
<b>Figura 8-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Eletroeletrônicos	<b>79</b>
<b>Figura 9-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Agro e Pesca	<b>80</b>
<b>Figura 10-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Alimentos e Bebidas	<b>80</b>
<b>Figura 11-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Comércio	<b>81</b>
<b>Figura 12-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Construção	<b>82</b>
<b>Figura 13-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Papel e Celulose	<b>82</b>
<b>Figura 14-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Energia Elétrica	<b>83</b>
<b>Figura 15-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Máquinas Industriais	<b>83</b>
<b>Figura 16-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Minerais não Metais	<b>84</b>
<b>Figura 17-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Química	<b>84</b>
<b>Figura 18-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Siderurgia e Metalúrgica	<b>85</b>
<b>Figura 19-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Software e Dados	<b>86</b>
<b>Figura 20-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Telecomunicações	<b>86</b>
<b>Figura 21-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Textil	<b>87</b>
<b>Figura 22-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Transportes e Serviços	<b>87</b>
<b>Figura 23-</b> Dimensões da Resiliência Financeira no Setor Veículos e Peças	<b>88</b>

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1-</b> Empresas por setor de atividade	<b>52</b>
<b>Gráfico 2-</b> Resiliência de cada empresa em cada ano	<b>60</b>
<b>Gráfico 3-</b> Normalidade dos Resíduos	<b>65</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1-</b> Número de artigos por periódico que publicou sobre Resiliência e Governança Corporativa.	<b>29</b>
<b>Tabela 2-</b> Procedimentos metodológicos	<b>30</b>
<b>Tabela 3-</b> Segmento de listagem das empresas da amostra	<b>51</b>
<b>Tabela 4-</b> Resiliência por Setor de Atividade	<b>52</b>
<b>Tabela 5-</b> Estatística descritiva das variáveis	<b>55</b>
<b>Tabela 6-</b> Matriz de Correlação	<b>58</b>
<b>Tabela 7-</b> Decomposição das Variáveis	<b>61</b>
<b>Tabela 8-</b> Modelo de Regressão	<b>63</b>
<b>Tabela 9-</b> Resultado Teste de Normalidade	<b>64</b>
<b>Tabela 10-</b> <i>Variance Inflation Factor</i>	<b>65</b>
<b>Tabela 11-</b> Resultado do teste Breusch-Pagan	<b>66</b>
<b>Tabela 12-</b> Resultado do teste de Wooldridge	<b>66</b>
<b>Tabela 13-</b> Estimação POLS com Erros-Padrão Robustos com Agrupamento por Empresa	<b>66</b>
<b>Tabela 14-</b> Estimação por Efeitos Fixos	<b>67</b>
<b>Tabela 15-</b> Estimação por Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos com Agrupamento por Empresa	<b>68</b>
<b>Tabela 16-</b> Estimação por Efeitos Aleatórios	<b>69</b>
<b>Tabela 17-</b> Efeitos Aleatórios com Erros-Padrão Robustos com Agrupamento por Empresa	<b>69</b>
<b>Tabela 18-</b> Modelos de dados em painel	<b>70</b>
<b>Tabela 19-</b> Testes de Especificação do Modelo de Regressão	<b>71</b>
<b>Tabela 20-</b> Estimação por Efeitos Aleatórios Robustos	<b>72</b>

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	Problema de pesquisa	13
1.2	Objetivos	15
1.2.1	Objetivo geral	15
1.2.2	Objetivos específicos	15
1.3	Justificativa	15
1.4	Estrutura do trabalho	17
2	REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1	Governança Corporativa	19
2.2	Resiliência	25
2.3	Revisão Sistemática de Literatura	27
2.4	Desenvolvimento das Hipóteses	33
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	42
3.1	Estratégia da pesquisa	42
3.2	Empresas estudadas e coleta de dados	42
3.3	Definição e mensuração das variáveis	43
3.4	Técnica de análise de dados	47
3.5	Modelo de Análise	49
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	51
4.1	Descrição da Amostra	51
4.2	Estatística Descritiva	54
4.3	Explorando a resiliência financeira	63
4.3.1	Testes de especificação	71
4.4	A estabilidade da resiliência financeira	72
4.5	A flexibilidade da resiliência financeira	76
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	88
6	REFERÊNCIAS	92

## 1 INTRODUÇÃO

Ao considerar que o ambiente em que as organizações operam é caracterizado por ambiguidade, mudanças repentinas, turbulências e incertezas (AHMIĆ, 2022; LENGNICK-HALL; BECK; LENGNICK-HALL, 2011; SAHEBI *et al.*, 2022), a sobrevivência das organizações, que nesse cenário são frágeis (AHMIĆ, 2022), requer “recuperação rápida, voltar ao estado inicial e aprender com a experiência” (SAHEBI *et al.*, 2022, p. 461). Nesse sentido, somente as organizações “flexíveis, ágeis e implacavelmente dinâmicas prosperarão” (LEGNICK-HALL; BECK; LENGNICK-HALL, 2011, p. 243).

Por ambiente ambíguo e incerto entende-se aquele, também, caracterizado por recessões econômicas, desastres naturais e pandemias (DOUGLAS, 2020). As crises de 2008 e 2020 são exemplos de choques recentes exógenos que impactaram mundialmente a sociedade como um todo, inclusive a economia. DesJardine, Bansal e Yang (2019), ao estudar a crise financeira de 2008 a caracterizaram como um distúrbio ambiental generalizado. Enquanto isso, a crise inicialmente sanitária de 2020 provocada pela propagação da COVID-19 e proclamada como uma pandemia, difere de pandemias anteriores quanto à sua severidade e impacto no cotidiano, mercado e economia (MAHATA *et al.*, 2021).

Župerkienė *et al.* (2021) em âmbito organizacional, sugerem que nessa época de crise, a sobrevivência é importante, mas destacam que é necessário capturar novas oportunidades e se adaptar. Nesse sentido, enquanto algumas empresas conseguiram sobreviver (e por vezes prosperar) durante o choque causado pela propagação do coronavírus, outras encontraram maior dificuldade para isso, sendo que muitas empresas não puderam sobreviver à crise (MATTHEWS *et al.*, 2022). Isso indica que características pré-existentes empresariais podem ter sido as responsáveis pela sua resiliência (DING *et al.*, 2021), a qual por sua vez além de garantir sobrevivência organizacional auxilia na captação de novas oportunidades (ARMEANU *et al.*, 2017).

Características pré-existentes organizacionais, portanto, podem auxiliar na construção da resiliência organizacional (SERFONTEIN; GOVENDER, 2021). Essas características podem ser inclusive de governança corporativa. Os mecanismos de governança despertam sentimentos de confiança em relação à empresa e sua ética e responsabilidade com seus *stakeholders*, uma vez que a governança corporativa

representa um sistema de controle organizacional que estimula a transparência, a ética e as condutas empresariais sustentáveis (SERFONTEIN; GOVENDER, 2020).

Hoang *et al.* (2023) sinalizam que empresas confiáveis e transparentes levam à recuperação econômica robusta uma vez que essas características pré-existentes constroem a confiança dos investidores e, portanto, a resiliência corporativa em tempos de crises. Alguns estudos sugerem que a governança corporativa pode influenciar na resiliência organizacional (ARMEANU *et al.*, 2017; BUYL; BOONE; WADE, 2019; DING *et al.*, 2021; LI *et al.*, 2022), mais especificamente no âmbito econômico-financeiro e, portanto, na resiliência financeira. Assim, é possível aproximar os dois conceitos.

O termo resiliência advém dos estudos em ecologia onde é apresentado como a capacidade de um sistema responder a choques exógenos (MARSAT; PIJOURLET; ULLAH, 2021). Esse conceito tem sido adotado nos últimos anos por outras ciências, como as sociais e humanas (DESJARDINE; BANSAL; YANG, 2019; MARSAT; PIJOURLET; ULLAH, 2021). Resiliência associa-se frequentemente com resistência e adaptação e pode ser pesquisada em um universo de níveis e contextos como o de sistemas, o individual e o organizacional, entre outros. Em plano individual, Salignac *et al.* (2019, p. 21) a descrevem como a “habilidade de um indivíduo acessar e aproveitar suas capacidades internas, recursos e suportes externos apropriados, aceitáveis e acessíveis em tempos de adversidade financeira” ao mesmo tempo que a proclamam multidimensional.

No âmbito organizacional, a resiliência também é estudada a partir de diversas lentes, como se fosse vista por meio de um caleidoscópio. Um conceito geral é dado por Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016) que diz respeito à capacidade das organizações tanto de prever quanto de se recuperar de situações inesperadas. Um ponto em comum entre esses contextos para o estudo da resiliência, seja ela individual, organizacional, financeira ou até mesmo ambiental, é a capacidade de recuperação em situações inesperadas, em choques ou em tempos turbulentos, uma vez que é na adaptação em mudanças no ambiente que a resiliência se manifesta como Teixeira e Werther (2013) sugerem ao comparar uma organização com um organismo.

A resiliência pode ser estudada e avaliada nas diversas áreas que compõem uma organização, tais como a estratégica, a de pessoas, de processos ou ainda a econômico-financeira. A resiliência financeira é aquela que dá à organização a capacidade de lidar com choques financeiros e se recuperar desses choques (SAHEBI *et*

*al.*, 2022). No mesmo sentido, Barbera *et al.* (2017, p. 670) definiram resiliência financeira como a habilidade de antecipar, absorver e reagir a choques que afetam as finanças ao longo do tempo.

A importância e ascensão da discussão relacionada à resiliência financeira pode ser explicada e analisada em tempos marcados por eventos como a crise financeira de 2008. Outro exemplo é a pandemia provocada pela COVID-19. A pandemia que teve início logo no primeiro mês de 2020, e cujo estopim no Brasil foi em março do mesmo ano, afetou a todos. Anessi-Pessina *et al.* (2020) relataram que a pandemia começou como uma crise na saúde e logo se tornou o gatilho para crises sociais, econômicas e financeiras ao redor de todo o mundo.

A resiliência sempre foi importante (ŽUPERKIENĖ *et al.*, 2021), mas o cenário pandêmico que impactou todos os âmbitos de uma sociedade, inclusive as organizações, fez com que a resiliência fosse ainda mais necessária. Isso porque as organizações tiveram que lidar com um ponto crítico de tempo para assimilar os processos emergentes (MATTHEWS *et al.*, 2022). Dessa forma, a resiliência é uma característica crucial e desejável de um negócio, pois permite que as empresas se adaptem às mudanças ambientais e sobrevivam por mais tempo. Organizações mais resilientes são consideradas como tendo uma vantagem competitiva sustentável sobre seus pares (TEIXEIRA; WERTHER, 2013).

A resiliência pode ser vista como uma necessidade estratégica (DOUGLAS, 2020) a qual deve ser objetivada uma vez que traz consigo benefícios de longo prazo. Devido a esse entendimento, a literatura tem buscado formas e mecanismos para construir e desenvolver a resiliência organizacional, pois ela é um fator de sucesso (DUCHEK, 2020). Como fator de sucesso, a resiliência se torna uma necessidade estratégica e, portanto, pode se tornar um objetivo empresarial. Quando se discute mais precisamente sobre a resiliência organizacional financeira, na literatura ela tem sido associada principalmente com os movimentos das ações no mercado.

Em um cenário mais atual, Hoang *et al.* (2023) partem do pressuposto de que doenças infecciosas, como a pandemia provocada pela COVID-19, funcionam como gatilho que desperta medo nos investidores e incertezas no mercado. Uddin *et al.* (2021) afirmaram em seus resultados que a severidade da pandemia aumentou o medo e afetou o mercado de ações global. Isso porque ocorre a venda em pânico durante surtos de doenças infecciosas (HOANG *et al.*, 2023) e assim, oscilações no mercado de ações que, consequentemente, podem afetar as empresas e sua resiliência financeira.



## 1.1 Problema de pesquisa

Os impactos causados pela pandemia provocada pelo coronavírus são imensuráveis, além de inegáveis em cenários nacional e mundial na saúde, economia e sociedade em geral (COELHO, 2021). Chesbrough (2020) previu que a recuperação da crise da COVID-19 iria testar o sistema econômico, após já ter testado o da saúde. Isso porque a pandemia é como um choque que pode ser entendido como: “um momentum é um evento de ruptura econômica que tende a acelerar as mudanças já em curso” o qual além de causar rupturas sociais, pausa a economia global (AMAL; BLUMENSCHNEIN; DE VASCONCELLOS, 2021, p.2). Esse choque causou um caos e trouxe consigo turbulências nos mercados (MATTHEWS *et al.*, 2022).

Coelho (2021, p.2) afirmou que “o número de empresas encerradas ou levadas à falência tende a aumentar exponencialmente, acarretando o efeito cascata na economia, na geração de empregos e no desenvolvimento socioeconômico nacional”. Dados da Pesquisa Pulso Empresa - Impacto da COVID-19 nas empresas, promovida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2020) mostraram que 62,4% das empresas foram negativamente impactadas pela pandemia até a primeira quinzena de junho de 2020 e que 17,6% das empresas que encerraram definitivamente suas atividades, 39,4% atribuíram seu encerramento à pandemia.

As organizações precisam ser capazes de lidar com o inesperado a fim de sobreviver e prosperar (DUCHEK, 2020). Para Župerkienė *et al.* (2021) a sobrevivência organizacional depende da sua capacidade de operar em tempos de incerteza uma vez que o âmbito em que elas estão situadas se caracteriza por incertezas. Na pandemia da COVID-19 por exemplo, Mazur, Dang e Vega (2021) sustentaram que apesar da pandemia representar um choque nas receitas de determinadas organizações e impactar negativamente o mercado de ações, isso não ocorreu por falta ou fracos fundamentos econômicos. Isso mostra o quanto as empresas, apesar de financeiramente aptas, podem não ter sido resilientes durante o choque da pandemia da COVID-19, ou ainda não terem tido tempo de se preparar para o choque.

Isso tudo pode ser um indicativo de que características pré-existentes podem sustentar a resiliência organizacional uma vez que se viu o fechamento de algumas organizações e a recuperação de outras. Buyl, Boone e Wade (2019) sugeriram que características pré-existentes tem o poder de moldar a resiliência organizacional em épocas de choques. Essas características podem ser inclusive as de governança corporativa. Li *et al.* (2022) fizeram essa associação de características de governança

corporativa com o valor percebido pelo mercado e concluíram que, de fato, alguns mecanismos de governança afetam positivamente o valor percebido.

Estudos anteriores examinaram a resiliência, considerando diferentes contextos e perspectivas, como por exemplo os estudos de Amore, Prayang e Hall (2018) numa perspectiva multinível no contexto de turismo e Pyke *et al.* (2016) que realizaram um estudo de caso em uma pequena cidade da Austrália. No cenário brasileiro os questionamentos e a busca pela resiliência organizacional financeira parecem ser incipientes.

Considerando que o objetivo das empresas é alcançar bons resultados financeiros, a governança corporativa atua como aliada, pois visa criar mecanismos que fortalecem as tomadas de decisões, reduzindo riscos, gerando credibilidade e confiança de todos os interessados direta ou indiretamente no negócio. A boa governança corporativa sustenta uma gestão de riscos eficaz, que por sua vez garante a flexibilidade para responder a ameaças imprevistas e aproveitar as oportunidades, o que pode conferir resiliência empresarial que gera vantagem competitiva pela capacidade de contornar, dissuadir, defender, reagir e se ajustar a qualquer tipo de perturbação, além de se recuperar rapidamente (ARMEANU *et al.*, 2017).

A pesquisa em empresas capazes de manter o sucesso financeiro e de mercado contínuo sugere características identificáveis entre aquelas que superam seus pares de mercado em um mundo cada vez mais competitivo (TEIXEIRA; WERTHER, 2013). A boa governança corporativa traz consigo benefícios financeiros e de reputação de melhor transparência, o que aumenta o valor percebido pelo mercado e a atratividade para investidores, trazendo benefícios para o desempenho organizacional, muito frequentemente relacionado à resiliência financeira (TAIT; LOOSEMORE, 2009).

O choque causado pela chegada repentina do coronavírus proporcionou a possibilidade de identificação de uma possível relação entre as características de governança corporativa e a resiliência das empresas. A natureza do efeito sugere que as empresas não tiveram tempo para se preparar para a pandemia, o que leva ao questionamento de que as características pré-existentes nas empresas, como as de governança, podem ter sido as responsáveis pela capacidade de enfrentamento e superação da crise imposta.

Desta forma, a problemática surgiu a partir da reflexão de que uma boa governança corporativa pode influenciar a resiliência financeira, sendo assim: Qual a

relação entre as características de governança corporativa e a resiliência das empresas brasileiras de capital aberto?

## 1.2 Objetivos

Nesta subseção são apresentados os objetivos geral e específicos.

### 1.2.1 Objetivo geral

O objetivo deste trabalho é analisar a relação entre as características governança corporativa e a resiliência financeira das empresas brasileiras de capital aberto.

### 1.2.2 Objetivos específicos

Quanto aos objetivos específicos, esses são:

- a) analisar a relação entre a estrutura de propriedade e a resiliência financeira
- b) identificar a relação entre as características dos diretores e a resiliência financeira;
- c) analisar as características do conselho de administração e a resiliência financeira;
- d) analisar a relação entre os setores da economia e a resiliência financeira.

## 1.3 Justificativa

Conhecer a forma em que a governança corporativa pode impactar na resiliência financeira trará benefícios e vantagens competitivas para as organizações. Isso porque a resiliência é necessária uma vez que, apesar de já importante no passado, foi/é imprescindível em uma época marcada pela pandemia global da COVID-19 (ŽUPERKIENĖ *et al.*, 2021). Além disso, reconhecer a governança corporativa como estratégia construtora de resiliência financeira propagará sua adoção e fortalecerá a dinâmica das empresas brasileiras.

Uma organização resiliente “estabelece transparência e supervisiona os diretores e conselhos para gerenciar os riscos da empresa, a fim de reduzir perdas e manter o valor do acionista” (ARMEANU *et al.*, 2017, p. 2), o que é feito por meio de mecanismos de governança corporativa. Desta forma, a resiliência auxilia as empresas não apenas a sobreviver em um período de crise, mas também a alcançar seus objetivos essenciais, devido à sua capacidade de capturar oportunidades (ARMEANU *et al.*, 2017).

As empresas, inseridas em um contexto repleto de incertezas e crises, preocupam-se cada vez mais com sua sobrevivência. Os efeitos da crise financeira de

2008 assim como os da pandemia da COVID-19, que teve início no Brasil em março de 2020, atingiram todas as áreas da sociedade. A pandemia, por exemplo, como evento extremo afetou o mercado de ações e os investidores (MAHATA *et al.*, 2021) e criou um ambiente de choque, pânico e incertezas, além de medo devido a rapidez de contaminação e os altos índices de mortes, o que acabou por trazer quedas consideráveis e grande volatilidade no mercado das ações (UDDIN *et al.*, 2021).

No âmbito organizacional financeiro pode-se estudar o período da pandemia como o mais próximo para observar a resiliência. Isso porque a resiliência é percebida e explorada mais claramente em tempos de choques (DESJARDINE; BANSAL; YANG, 2019), uma vez que as habilidades de se sustentar, recuperar e triunfar são testadas em momentos como o da pandemia da COVID-19. Durante esse período, as empresas sofreram muitas adversidades e diversas empresas não sobreviveram a ela, principalmente considerando o cenário brasileiro, onde a população não dispunha de poder aquisitivo (SOUZA; CARRARO; PINHEIRO, 2022).

Poucos estudos são voltados para o entendimento das características que constroem a resiliência financeira. Alguns destes estudos já examinaram o papel de práticas sociais e ambientais na resiliência (DESJARDINE; BANSAL; YANG, 2019; ORTIZ-DE-MANDOJANA; BANSAL, 2016) e o impacto do narcisismo do diretor em combinação com práticas de governança corporativa na tomada de riscos e por seguinte na resiliência (BUYL; BOONE; WADE, 2019), por exemplo.

No cenário brasileiro, uma das poucas pesquisas existentes é a de Dalcerro e Hoffman (2022) que discutiram a resiliência organizacional por meio de variáveis financeiras como a volatilidade e o crescimento das vendas a longo prazo. Os mesmos autores verificaram o impacto de práticas ESG na resiliência e encontraram relação positiva. Todavia falta o entendimento e maior aprofundamento de outras características organizacionais que auxiliam na construção da resiliência financeira nas organizações Brasileiras.

Além disso, é importante verificar a resiliência financeira nos diferentes setores da economia uma vez que estes reagem de formas distintas em épocas de crise. Por exemplo, durante a pandemia da COVID-19, enquanto a maioria dos setores sofreu pela crise, outros podem ter se beneficiado por ela e o lockdown resultante dela (MAZUR; DANG; VEGA, 2021). No Brasil, o estudo de Avelar *et al.* (2022) aparece como uma primeira tentativa. Em sua pesquisa, os autores (AVELAR *et al.*, 2022) apontaram que de fato as consequências da pandemia foram diferentes para cada setor da economia.

Desta forma e considerando a escassez de estudo sobre resiliência no mercado brasileiro e o que a constrói, espera-se que os resultados possam contribuir para as organizações que buscam construir ou consolidar a resiliência financeira, pois pode ser essencial para a sobrevivência organizacional (DOUGLAS, 2020). Sendo assim, a partir do objetivo proposto, espera-se fornecer evidências sobre a associação das características de governança corporativa e a resiliência financeira em âmbito brasileiro pela primeira vez.

A literatura reconhece a importância da resiliência, principalmente durante crises e desastres, mas também observa que pouco se sabe sobre como as empresas se tornam de fato resilientes (JIANG; RITCHIE; VERREYNNE, 2019; TORRES; AUGUSTO, 2021). Nesse sentido, este estudo tem a intenção de contribuir com essa discussão, adicionando evidências que possam auxiliar pesquisadores, estudiosos voltados para essa temática e gestores de empresas.

Para pesquisadores e estudiosos interessados na temática, a contribuição é principalmente teórica proporcionando *insights* importantes sobre resiliência financeira em âmbito brasileiro. Além disso, estudar a governança corporativa e seu possível impacto na resiliência pode inspirar novos estudos voltados para cada mecanismo separadamente aprofundando o conhecimento.

Quanto aos gestores de empresas, a contribuição é mais prática uma vez que os resultados podem demonstrar a importância da boa governança nas organizações para a construção da resiliência. A governança corporativa, portanto, poderá ser adotada como estratégia de longo prazo. A próxima seção indica a estrutura do trabalho.

#### **1.4 Estrutura do trabalho**

A dissertação, além desta introdução, conta com mais quatro capítulos. O capítulo dois apresenta o referencial teórico para construção de hipóteses e está dividido em quatro seções. A primeira seção (2.1) apresenta um dos principais temas discutidos aqui, a governança corporativa. A segunda seção (2.2) apresenta o conceito e diferentes formas em que a resiliência tem sido estudada, enquanto a terceira seção (2.3) apresenta a revisão sistemática da literatura que foi conduzida para levantar o estado da arte sobre o tema a ser estudado. Quanto à quarta seção (2.4), esta desenvolve as hipóteses que conduzem esta dissertação.

O terceiro capítulo trata dos procedimentos metodológicos adotados a fim de alcançar os objetivos da pesquisa. O capítulo está organizado em cinco seções. A seção

(3.1) apresenta uma descrição detalhada da estratégia da pesquisa, a (3.2) a população e coleta de dados e a (3.3) as variáveis. A seção (3.4) descreve os procedimentos relacionados à técnica de análise de dados e, por fim, a última seção (3.5) apresenta o modelo a ser utilizado.

No quarto capítulo os resultados e suas análises são apresentadas ao serem divididas em cinco seções sendo a primeira (4.1) a descrição da amostra, a (4.2) contida das estatísticas descritivas das variáveis, a (4.3) a exploração da resiliência financeira por meio da metodologia proposta e as (4.4) e (4.5) nas quais a dimensão estabilidade e flexibilidade da resiliência financeira são, respectivamente, discutidas. Quanto ao último capítulo (5), este apresenta as considerações finais do estudo. Por fim, são apresentadas as referências utilizadas para a elaboração deste trabalho.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico abordará as temáticas de resiliência e de governança corporativa. A discussão se deu a partir de descobertas oriundas de uma revisão sistemática de literatura que visava compreender o estado da arte de pesquisas que estudaram os conceitos conjuntamente, além de buscas complementares realizadas a partir dos registros produzidos na revisão sistemática.

O referencial teórico está dividido em quatro seções: (2.1) governança corporativa; (2.2) resiliência; (2.3) revisão sistemática de literatura e; (2.4) sistematização das hipóteses.

### 2.1 Governança Corporativa

A governança corporativa surge como mediadora dos conflitos agente-principal ilustrados pela teoria da agência cujos precursores foram Berle e Means (1932) e, principalmente, Jensen e Meckling (1976) com a Teoria da Agência a qual até os dias de hoje é a mais aplicada à temática (BUENO *et al.*, 2018).

Em uma perspectiva neoclássica, o objetivo dos gestores deve ser maximizar a riqueza dos acionistas (FRIEDMAN, 1970). Gastar dinheiro na implementação de práticas de governança corporativa, drena recursos que poderiam ser mobilizados para alcançar a maximização do valor do acionista. Conforme destacado por Jensen (2001), parece irreal para um gestor maximizar diferentes objetivos ao mesmo tempo. Portanto, se os gestores têm muitos objetivos a alcançar, eles podem ser mais propensos a perseguir seus próprios interesses, aproveitando a dificuldade dos investidores em monitorá-los.

Por outro lado, a governança corporativa por meio de seus mecanismos pode manter os interesses dos acionistas (principais) sem que os executivos (agentes) coloquem seus próprios interesses acima (BUENO *et al.*, 2018). Além de prover o mecanismo pelo qual os objetivos corporativos são definidos, monitorados e alcançados, a governança corporativa se preocupa tanto com aspectos internos (controles internos e estrutura do conselho) quanto com aspectos externos (relacionamento com *shareholders* e *stakeholders*) (MALLIN; MULLINEUX; WIHLBORG, 2005).

A boa governança corporativa sustenta ainda que o gerenciamento eficaz de riscos, garante a flexibilidade para responder a ameaças imprevistas e aproveitar as oportunidades (ARMEANU *et al.*, 2017). Assim, a gestão de riscos confere resiliência empresarial que gera vantagem competitiva pela capacidade de contornar, dissuadir, defender, reagir e se ajustar a qualquer tipo de perturbação, além de se recuperar rapidamente. Garantir que o conselho esteja preparado e adequadamente resiliente para lidar com uma situação de crise é uma parte crucial da boa governança.

Liang *et al.* (2016) notaram que os indicadores fundamentais de governança corporativa para o exame de falência de negócios eram a composição do conselho e a estrutura de propriedade. Na verdade, os controles internos (incluindo estrutura acionária, características do conselho, supervisão externa e remuneração da administração) são considerados os principais fatores que revelam e impedem o mau desempenho, escândalos e fraudes, enquanto que, se esses mecanismos de governança falharem, os controles externos (compreendendo os regulamentos legislativos, mercado de fusões e aquisições e rivalidade no mercado de manufatura) provavelmente intervirão no controle corporativo, pelo menos em mercados financeiros e de ações que funcionem bem (LIANG *et al.*, 2016).

No Brasil, Silveira, Barros e Famá (2006) sustentaram que discussões sobre governança corporativa são oriundas de hipóteses de que os mecanismos de governança impactam no desempenho organizacional. Na organização, esses mecanismos podem ser tanto internos quanto externos e, como a temática não é novidade, a possibilidade de variáveis existentes é grande, como mostraram Aguilera *et al.* (2015).

Os mecanismos externos de governança corporativa são “seis mecanismos que se originam fora da empresa e que ajudam a garantir que os executivos respeitem os direitos e os interesses da empresa e atuem de forma transparente” (BUENO *et al.*, 2018, p. 124). Enquanto os mecanismos internos são de mais fácil acesso ao pesquisador, os mecanismos externos por sua natureza não são. Isso porque os principais mecanismos externos: (a) o sistema legal, (b) mercado para controle corporativo, (c) auditoria (externa), (d) agências de *ratings*, (e) ativismo dos *stakeholders* e (f) mídia (AGUILERA *et al.*, 2015; BUENO *et al.*, 2018) são dificilmente observados com precisão. Por outro lado, os mecanismos internos de governança corporativa incluem a estrutura de propriedade, a remuneração de executivos e ainda a estrutura/características do conselho de administração e diretor presidente.



Inicialmente, a estrutura de propriedade pode ser estudada pelo seu tipo, sendo que no Brasil as empresas são majoritariamente concentradas, ou seja, o controle concentra-se nas mãos de poucos (FREITAS *et al.*, 2020; THEISS; BEUREN, 2014). Vale ainda comentar que “...a propriedade concentrada é caracterizada pela detenção de ações com direito a voto” (THEISS; BEUREN, 2017, p. 536). Nesse cenário, a literatura propõe que uma estrutura de propriedade ideal pode ser ter múltiplos *blockholders*, ou seja, a presença de muitos principais acionistas detentores de no mínimo 10% do controle (LI *et al.*, 2022). Além disso, quanto à natureza de propriedade, no Brasil, segundo Theiss e Beuren (2014) as empresas estão concentradas, entre outros, em mãos de um indivíduo/família, de um fundo de pensão, do Governo e de holdings e bancos.

Quanto à remuneração, essa pode ser considerada um importante mecanismo de governança corporativa (FREITAS *et al.*, 2020) apesar de haver controvérsias na literatura quanto à sua eficiência em mediar conflitos de agência e no desempenho e valor empresarial (DE SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017; LI *et al.*, 2022). Por um lado, é possível teorizar que há uma relação positiva entre a remuneração e o valor da empresa devido a atratividade da alta remuneração para profissionais experientes que elevarão a *performance* empresarial (DUTRA; CERETTA, 2023) e maximizar assim o valor dado pelos seus *shareholders* aliviando também os conflitos de agência segundo a Teoria do Contrato Ótimo (LI *et al.*, 2022). Por outro, a diretoria é capaz de interferir em sua própria remuneração (FREITAS *et al.*, 2020) enquanto o olhar da Teoria do Entrincheiramento, em concordância, sugere que o contrato de remuneração se desvia da contratação ideal uma vez que as figuras de quem determina o pacote de remuneração por vezes são capturados ou sujeitos à influência daqueles que o-receberão (LI *et al.*, 2022).

A estrutura do conselho de administração pode ser estudada por sua independência, tamanho e diversidade de gênero e consiste por si só em um importante mecanismo interno de governança corporativa uma vez que desempenha a função crítica de monitorar e aconselhar os gestores e mitigar conflitos de agência (ARÉVALO-ALEGRÍA; ACUÑA-DUARTE; KING-DOMÍNGUEZ, 2020; LI *et al.*, 2022; WONG; LEE; CHANG, 2017). Entende-se por independência do conselho a proporção de membros independentes no conselho de administração o qual consiste em um princípio importante recomendado pelos códigos de boa governança (BEN REJEB; BERRAIES; TALBI, 2020). Membros independentes são aqueles que não tem relação profissional ou pessoal com a empresa e, por isso, tendem a ser mais alinhados com os

interesses dos principais (*shareholders*) (JOHNSON; HOSKISSON; HITT, 1993) protegendo seus interesses e agregando valor de mercado empresarial.

Quanto ao tamanho do conselho de administração, não existe um consenso quanto ao seu impacto no desempenho (ARÉVALO-ALEGRÍA; ACUÑA-DUARTE; KING-DOMÍNGUEZ, 2020) uma vez que há defensores de que um pequeno conselho (em quantidade de membros) é mais eficaz (ARMEANU *et al.*, 2017; YERMACK, 1996) devido aos menos problemas com relação à comunicação e à coordenação; assim como há defensores de que maiores conselhos são de fato os mais eficazes (ARÉVALO-ALEGRÍA; ACUÑA-DUARTE; KING-DOMÍNGUEZ, 2020; FREITAS *et al.*, 2020). Além dessas características do conselho de administração, a diversidade de gênero também é foco de estudos em governança corporativa. Exemplos de estudos que verificam a relação da diversidade de gênero dos conselhos de administração e o desempenho da empresa são os de Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020) e Li *et al.* (2022), porém em ambos não se observou impacto significativo de mulheres conselheiras no desempenho empresarial.

Por fim, Ahmad *et al.* (2022) destacam o papel do diretor presidente nas empresas, além de chamar atenção às suas características que segundo os autores pode impactar o desempenho empresarial. Isso é porque as características dos diretores poderiam impor suas preferências pessoais nas decisões estratégicas e afetar a eficácia dos diretores (LIU; JIANG, 2020). Essas características podem incluir o *tenure*, a idade e a dualidade do diretor presidente, além de seu grau de instrução formal.

Entende-se por *tenure* o tempo de mandato do diretor sobre o qual a literatura se divide em relação à sua associação com o desempenho empresarial. Por exemplo, enquanto Ahmad *et al.* (2022) esperavam resultados positivos (não encontrados) entre o *tenure* e o desempenho, Liu e Jiang (2020) esperavam resultados negativos (encontrado somente nas empresas de alta valoração). Ambas percepções são baseadas em argumentos como o de Pereira *et al.* (2016) que apresenta o entendimento de que quanto mais tempo no cargo, maior a competência do diretor em concordância com Ahmad *et al.* (2022) ou o argumento dado por Liu e Jiang (2020) de que quanto maior o *tenure* do diretor, mais relutante à mudança ele será.

Referente à idade do diretor, a teoria sugere que quanto mais jovem ele for, a sua contribuição para a organização será melhor uma vez que diretores com idades mais avançadas tendem a ser mais conservadores (AHMAD *et al.*, 2022; LIU; JIANG, 2020; PEREIRA *et al.*, 2016). Apesar disso, Ahmad *et al.* (2022) apresentam um contraponto

nesse argumento: os diretores mais velhos em idade têm maior experiência e convence os investidores de que ele é capaz de liderar a empresa. A dualidade por outro lado, também uma característica que é capaz de entrincheirar o diretor presidente, trata da separação do papel do diretor presidente e do diretor do conselho de administração. Enquanto Pereira *et al.* (2016) sugerem que a separação desses dois papéis podem causar ambiguidade na tomada de decisões empresariais, é mais frequentemente sugerido pela literatura que a dualidade é uma boa prática de governança corporativa pela maior efetividade no monitoramento da gestão (FREITAS *et al.*, 2020).

Outra característica relevante é o grau de instrução formal que eles possuem, uma vez que uma formação educacional superior do diretor presidente elevará o valor do capital humano da empresa além de ser um precursor de uma melhor eficácia gerencial (GHARDALLOU; BORGI; ALKHALIFAH, 2020; SAIDU, 2019). Em complemento, Ahmad *et al.* (2022) sustentam que o nível educacional do diretor presidente afeta o conhecimento e os *insights* possuídos.

Como mencionado anteriormente, estudos investigaram a relação entre a governança corporativa e o impacto no desempenho organizacional. Ainda, há algumas pesquisas com foco em variáveis que se relacionam com a resiliência organizacional financeira. Para melhor compreender esse ambiente de pesquisa a partir da revisão sistemática da literatura, identificaram-se alguns estudos como de Li *et al.* (2022) que ao verificar se o mercado reconhece o valor da governança corporativa, mediu o valor que o mercado atribui à governança por meio dos preços das ações- medida já utilizada para medir a resiliência financeira de determinada organização. Cabe destacar que a pesquisa de Li *et al.* (2022) mostrou que a propriedade gerencial, a compensação e as opções de ações executivas dão valor aos *shareholders* e que empresas privadas são mais imunes aos choques.

Em contrapartida, Ding *et al.* (2021) encontraram que empresas maiores, familiares ou governamentais responderam melhor em termos de resiliência financeira durante um choque. Assim como em Li *et al.* (2022), o choque analisado foi o provocado pela COVID-19. Vale destacar que a resiliência financeira aqui não é mencionada, os autores caracterizaram o retorno das ações como a imunidade contra o choque macroeconômico.

Desde o ponto de vista de Armeanu *et al.* (2017) de que uma boa governança corporativa apoia a gestão eficaz de riscos, que por sua vez apoia a resiliência organizacional, eles encontraram que o gênero do diretor, o tamanho do conselho e a

presença de um comitê de auditoria afetam negativamente a gestão eficaz de riscos e, portanto, a resiliência organizacional. Os autores defenderam que para uma boa governança ser eficaz, é necessário o desenvolvimento sustentável onde há equilíbrio entre o social, econômico e o ambiental (ARMEANU *et al.*, 2017).

Serfontein e Govender (2021) encontraram uma relação positiva, forte e linear quando estudaram a relação percebida entre resiliência e os sistemas de controle que eles denominam como a garantia de qualidade e a governança corporativa. Os autores defenderam que esses sistemas de controle configuram a organização tornando-a capaz de lidar com mudanças e se estabilizar durante momentos disruptivos.

Buyl, Boone e Wade (2019) anteriormente a esses estudos, encontraram que o narcisismo do diretor influencia negativamente a resiliência, sendo que as empresas com diretores de atitudes narcisistas tiveram maior dificuldade (lentidão) em se recuperar em relação à sua performance. Os autores analisaram 484 bancos americanos durante o colapso financeiro de 2008 e descobriram que as empresas não conseguiram voltar ao seu estado anterior ao choque.

A governança corporativa pode estar associada a maiores níveis de resiliência organizacional uma vez que suas boas práticas capturam investidores engajados com metas de longo prazo, as quais podem resultar na estabilidade das ações em tempos turbulentos (TAIT; LOOSEMORE, 2009). Para uma amostra de empresas listadas dos Estados Unidos, Austrália, China, Hong Kong e Coreia do Sul evidenciou-se que no caso da pandemia provocada pela COVID-19, as empresas bem governadas se mostraram mais resilientes em termos de retorno das ações (HOANG; NGUYEN; HOANG, 2021).

## **2.2 Resiliência**

Existem muitas possibilidades de definição de resiliência pela multidisciplinaridade dela. A resiliência pode ser observada em âmbitos familiares, organizacionais, governamentais, ambientais, sociais entre outros. Uma primeira definição de resiliência se encontra nos estudos de Haines (2009) onde ela foi apresentada como “a capacidade do sistema de resistir a uma grande interrupção dentro de parâmetros de degradação aceitáveis e se recuperar dentro de um tempo aceitável e custos e riscos compostos”. Aven (2011) por sua vez, ao revisar o conceito de Haines (2009a,b) sustentou a ideia de que a resiliência é a incerteza sobre e a severidade das consequências da atividade quando ocorre um evento.

Teixeira e Werther (2013) defenderam a ideia de que a organização resiliente é aquela que se adapta e se antecipa repetidamente. Enquanto isso, Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016, p. 1627) apresentaram um conceito de resiliência organizacional a qual caracterizaram como “a habilidade das organizações de perceber e corrigir tendências desadaptativas e lidar positivamente com situações inesperadas”. Em uma perspectiva focada na antecipação e preparação para reagir a choques, Rahi (2019, p.85) caracterizou a resiliência como aquela que indica o quão preparada uma organização está para superar ou reagir às disrupções.

Duchek (2020) propôs um conceito de resiliência organizacional como processo de três fases que vai além das habilidades antecipatórias de uma organização como o proposto por Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016). Duchek (2020) em seu *framework* sugeriu que a primeira fase (antes de um choque ocorrer) refere-se ao conceito proposto por Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016) que trata das habilidades antecipatórias. A segunda fase (durante o choque) é a capacidade de lidar com um evento inesperado e finalmente a terceira fase (após o choque) é o período de adaptação.

Ao discutir a resiliência, em qualquer âmbito e nível, um ponto em comum se encontra nas suas definições: as situações inesperadas. Situações inesperadas podem ser consideradas o que outros autores denominaram de choques (DESJARDINE; BANSAL; YANG, 2019; MARSAT; PIJOURLET; ULLAH, 2021; MCKNIGHT, 2019; ORTIZ-DE-MANDOJANA; BANSAL, 2016; XIA; QIAO; XIE, 2022). Um exemplo de um choque recente é o da calamidade causada pela propagação do coronavírus que impactou o mundo todo sem exceções.

Johnson, Rauhaus e Webb-Farley (2021) quando estudaram organizações sem fins lucrativos partiram da ideia de que a medida em que a pandemia de 2020 impactou negativa e severamente os âmbitos social, político e econômico, a capacidade e estabilidade financeira dessas organizações foi ameaçada. A realidade no restante das organizações, sejam elas governamentais ou não, com ou sem fins lucrativos, não é muito distante desta apresentada.

No âmbito das organizações não-governamentais, Mikołajczak, Schmidt e Skikiewicz (2022) expuseram que ao mesmo tempo em que a demanda em determinadas áreas aumentou, elas sofreram impactos negativos em relação à sua saúde financeira e aos colaboradores. Além disso, os mesmos autores sugeriram que a pandemia pode ter forçado as empresas a, semelhantemente com o proposto por

Matthews *et al.* (2022), se "reorientar e desenvolver novas formas de performance" (MIKOŁAJCZAK; SCHMIDT; SKIKIEWICZ, 2022, p. 332).

Pelo fato de que a resiliência organizacional está ligada aos choques é que Carlucci (2018) e Douglas (2020) a defenderam como uma necessidade estratégica para as organizações situadas em um mundo dinâmico de mudanças constantes. Anessi-Pessina *et al.* (2020, p.963) complementaram dizendo que "a resiliência deve ser apoiada pela implantação de capacidades de antecipação adequadas (...) e capacidades de enfrentamento (...) e reduzindo as vulnerabilidades existentes" o que se mostrou essencial na época de crise devido a pandemia.

Pode-se aproximar os diversos conceitos apresentados na literatura sobre a resiliência com duas estratégias distintas: o *bouncing back* e o *bouncing forward*. O primeiro, trata da habilidade da organização se recuperar de adversidades (KORONIS; PONIS, 2018; MIHOTIĆ; RAYNARD; SINČIĆ ĆORIĆ, 2022) enquanto o segundo, o *bouncing forward* é sobre caminhar na direção à uma nova realidade organizacional (KORONIS; PONIS, 2018; MIHOTIĆ; RAYNARD; SINČIĆ ĆORIĆ, 2022). Mihotić, Raynard e Sinčić Ćorić (2022) defenderam que as estratégias de *bouncing back* estão orientadas ao passado, já que visam fazer com que a empresa volte ao seu estado anterior à crise e que as estratégias de *bouncing forward* estão orientadas ao futuro.

Como destacado anteriormente, o conceito de resiliência surgiu como uma reação às atuais crises econômicas iterativas e crescentes. A resiliência organizacional é vista como o poder da empresa de prever, sofrer, ajustar e florescer após circunstâncias disruptivas (ARMEANU *et al.*, 2017). Da perspectiva financeira, Teixeira e Werther (2013) sustentaram que a resiliência pode ser identificada quando uma organização consegue manter seus retornos acima da média depois de um choque. Em um contexto voltado para o âmbito governamental, Barbera *et al.* (2017, p.670) ao discutir precisamente a resiliência organizacional financeira a definiram como a habilidade de antecipar, absorver e reagir a choques que afetam as finanças ao longo do tempo.

A seguir, apresentam-se os resultados de uma revisão sistemática de literatura que buscou verificar o estado da arte relacionada aos conceitos de resiliência e governança corporativa conjuntamente.

### 2.3 Revisão Sistemática de Literatura

A revisão sistemática de literatura se deu a partir de buscas em duas bases de dados: *Web of Science* e *Scopus* no dia 20 de outubro de 2022. Os *strings* de busca

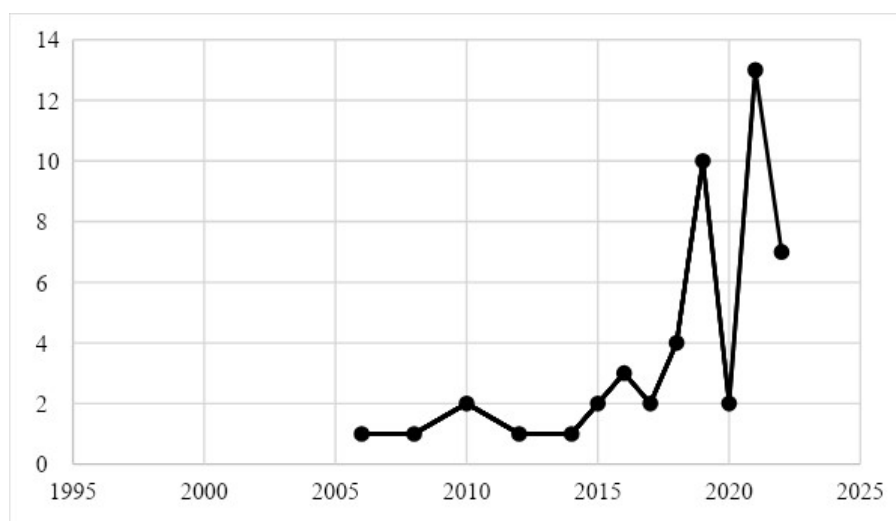
foram: (ALL=(“corporate governance”)) AND ALL=(resilience) na *Web of Science* e (TITLE-ABS-KEY(“corporate governance”) AND TITLE-ABS-KEY (resilience)) na *Scopus*. Os resultados foram limitados quanto ao tipo de documento, sendo considerados apenas artigos e quanto à língua, neste caso a Inglesa.

Inicialmente, 139 artigos foram identificados em ambas as bases, 81 na *Web of Science* e 58 na *Scopus*, mas posteriormente a retirada de duplicados (39) e a leitura dos resumos para verificação do alinhamento do escopo, 51 artigos foram excluídos deixando uma base de dados composta por 49 artigos.

A análise bibliométrica foi realizada nos 49 artigos encontrados nas plataformas. As informações sobre o título, autores, ano e o link de acesso aos registros podem ser verificados no Apêndice A.

O primeiro registro sobre o tema é do ano de 2006. Na série histórica dos registros, tem dois auges: um em 2019 e outro em 2021. Esses registros na evolução da literatura podem indicar que o cenário de incertezas provocado pela pandemia, desenvolveram um oportuno cenário para avaliar a resiliência. O desenvolvimento da literatura observa-se a partir da Figura 1.

**Figura 1-** Evolução da literatura

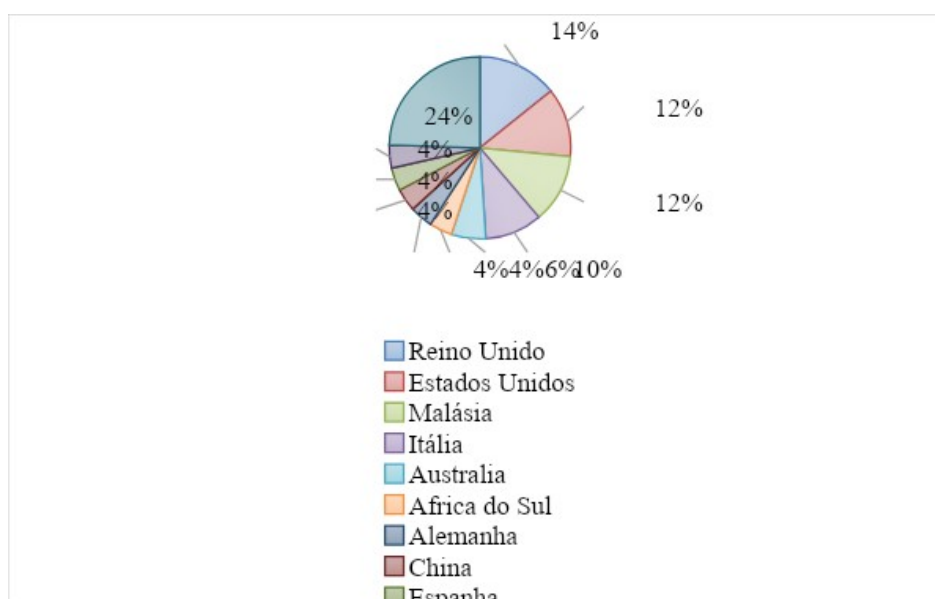


Fonte: elaborado pela autora.

Em relação aos países envolvidos no desenvolvimento da temática, a Figura 2 ilustra a contribuição dos países por meio da afiliação do primeiro(a) autor(a) de cada artigo publicado. O Reino Unido (7 artigos), Estados Unidos (6 artigos), Malásia (6

artigos) e Itália (5 artigos) são os países com maior número de registros. Verifica-se que nenhum país da América do Sul está presente na base de dados. Isso não significa que não existam pesquisas sobre a temática nesses países, mas que as pesquisas existentes não estão indexadas nas duas bases analisadas, as quais foram escolhidas pelo alto impacto dos periódicos que as compõem.

**Figura 2-** Contribuição por País



Fonte: elaborado pela autora.

Em relação aos periódicos que publicaram sobre a temática, há um que publicou três artigos, o *Corporate Governance-The International Journal of Business in Society*. Este periódico é classificado de alto impacto, uma vez que se encontra desde 2020 no primeiro quartil do *Scimago Journal Ranking* com um índice H de 64. Outros periódicos que publicaram mais de um artigo podem ser identificados na Tabela 1.

**Tabela 1-** Número de artigos por periódico que publicou sobre Resiliência e Governança Corporativa.

Periódico	No de artigos
Corporate governance-the international journal of business in society	3
Asian journal of accounting and governance	2
Corporate governance-an international review	2
International journal of social economics	2
Journal of business research	2

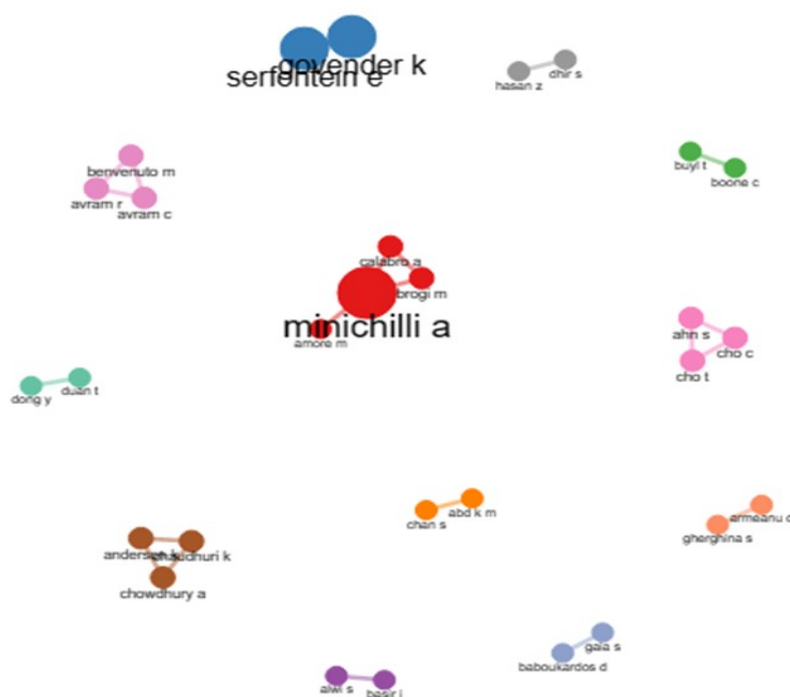


Journal of family business management	2
Sustainability	2
Outros	34
<hr/>	
Total	49

Fonte: elaborado pela autora.

Ao analisar os principais autores, identificou-se que há somente três autores com dois artigos publicados sob sua autoria: Govender, Krishna; Minichilli Alessandro e Serfostein, Estie. Vale destacar que Govender e Serfostein são coautores em ambos os artigos. A Figura 3 apresenta essa *network* onde pode-se observar a desconexão entre os autores e os 12 grupos formados. A rede demonstra grupos isolados que pesquisam sobre o tema.

**Figura 3-** Network de coautorias



Fonte: elaborado pelas autoras.

Ao analisar as palavras, as que aparecem com maior frequência são “governança corporativa”, “performance”, “propriedade”, “administração”, “performance empresarial”, “conselhos”, “impacto” e “diretores”. Observa-se que todas essas palavras ou/e frases são estritamente relacionadas com a resiliência financeira ou a governança corporativa.

O documento mais citado (208 vezes) da base de dados é o escrito por Wenzhi Ding, Ross Levine, Chen Lin, Wensi Xie (2021) intitulado “Corporate immunity to the COVID-19 pandemic”, que examina a relação entre características corporativas e as reações nos preços das ações. O artigo mais citado fora da base de dados é o de Michael C.Jensen e William H.Meckling “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” (1976) o que se justifica considerando que este é um artigo seminal da teoria da agência.

A indisponibilidade de *download* de 9 artigos limitou a revisão sistemática da literatura em 40 artigos, que por sua vez, foram lidos por inteiro. Os artigos são, em sua maioria, quantitativos e fazem uso de dados secundários. A Tabela 2 resume esses dados.

**Tabela 2-** Procedimentos metodológicos

<b>Abordagem</b>	<b>Quantidade de Artigos</b>	<b>%</b>
Qualitativa	13	32,5
Quantitativa	27	67,5
Total	40	100
<b>Coleta de Dados</b>	<b>Quantidade de Artigos</b>	<b>% Acumulada</b>
Primários- entrevistas, <i>surveys</i>	9	22,5
Secundários- bases de dados, literatura	31	77,5
Total	40	100

Fonte: elaborada pelas autoras.

Para maior aprofundamento nos estudos, verificaram-se os objetivos, principais resultados e as sugestões para pesquisas futuras propostas pelos autores, os quais podem ser verificados no apêndice B. Após o levantamento e a identificação de como a resiliência organizacional tem sido estudada e o estado da arte sobre o tema, pesquisas adicionais foram conduzidas a fim de permitir a identificação de diversas medidas de resiliência ou “imunidade” financeira nas organizações. As medidas de resiliência financeira foram identificadas nos estudos e dos autores citados nestes.

Por isso, em conjunto a revisão sistemática, pesquisas bibliográficas permitiram a identificação de diversas medidas de resiliência ou “imunidade” financeira nas organizações, apresentadas no Quadro 1.

**Quadro 1-** Medidas de Resiliência Financeira

Medida	Descrição	Conjunto de Autores/Trabalhos
Volatilidade Financeira	Volatilidade dos retornos das ações	Ortiz-de-Mandojana; Bansal (2016)
Crescimento a longo prazo	Acumulação de receita operacional ( <i>net sales</i> ) no período analisado	Ortiz-de-Mandojana; Bansal (2016)
Lucratividade a curto prazo	A mudança do ROA entre dois anos consecutivos	Ortiz-de-Mandojana; Bansal (2016)
Tempo para recuperação	O tempo até o valor das ações chegar ao nível pré-choque	Desjardine; Bansal; Yang, (2019); Marsat; Pijourlet; Ullah, (2021); Sajko; Boone; Buyl, (2021); Xia; Qiao; Xie, (2022)
Severidade das perdas	Perda percentual absoluta no preço das ações nos 12 meses após o início da crise	Desjardine; Bansal; Yang, (2019); Marsat; Pijourlet; Ullah, (2021); Sajko; Boone; Buyl, (2021); Xia; Qiao; Xie, (2022)

**Fonte:** elaborado pelas autoras

A resiliência financeira de uma organização pode ser mensurada por características do mercado de ações como a perda e o tempo de recuperação (DESJARDINE; BANSAL; YANG, 2019). Marsat, Pijourlet e Ullah (2021) contribuíram refletindo sobre a importância da rápida recuperação das empresas de choques financeiros em um contexto marcado pela frequência das crises. Esses autores juntamente ao argumento de Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016) de que a resiliência é uma forma de auxílio para a empresa conseguir aguentar ao longo prazo e a crises, leva para o entendimento de que essas medidas refletem na resiliência organizacional financeira.

Exemplos de estudos que fizeram uso dessas variáveis são os de Ding *et al.* (2021) e Li *et al.* (2022). Ding *et al.* (2021) estudaram a relação entre cinco características da organização, no período pré-pandemia, com o retorno das ações. Dentre as características está a governança corporativa. Os autores, ao medir resiliência por retorno das ações semanais, concluíram que, em relação à governança corporativa, a perda nos retornos foi mais "suave" em empresas com executivos menos entrincheirados, controladas por famílias ou pelo governo.

Já Li *et al.* (2022) analisaram fatores de governança corporativa em relação ao preço das ações. Por fatores de governança corporativa, eles utilizaram três variáveis relacionadas à estrutura de propriedade, quatro relacionadas à estrutura do conselho de administração e mais três relacionadas à compensação.

Quanto à estrutura de propriedade Li *et al.* (2022) utilizaram as variáveis: concentração acionária por meio da porcentagem detida pelos controladores, propriedade governamental como uma variável *dummy* (1 para governamental e 0 caso contrário) e finalmente, presença de múltiplos *blockholders* também medida por meio de uma variável *dummy* (1 se dois ou mais investidores possuem mais que 10% das ações e 0 caso contrário). Para estrutura do conselho, os autores examinaram: tamanho do conselho pelo logaritmo natural de conselheiros, a independência do conselho pela porcentagem dos conselheiros independentes, as mulheres conselheiras também pela porcentagem de sua presença no conselho e, por fim, a dualidade medida por uma *dummy* onde 1 a-representa e 0 não. A compensação foi medida por propriedade gerencial, remuneração gerencial e opções de ações para executivos.

Os autores (Li *et al.*, 2022) não mencionaram o termo resiliência, mas observa-se que a variável dependente utilizada (retorno das ações semanais) é comumente utilizada para medir resiliência financeira por outros autores (inclusive Ding *et al.*, 2021). Os resultados deste estudo indicaram que empresas não-governamentais, a dualidade e as três variáveis de compensação (propriedade gerencial, remuneração e opções de ações executivas) auxiliam na mitigação dos efeitos negativos do choque da COVID-19.

A resiliência em âmbito organizacional não foi estudada em si por alguns estudos da base de dados, ou pelo menos não diretamente ou explicitamente. Apesar de 26 pesquisas abordarem a resiliência, elas o fazem de formas diferentes. Destas pesquisas, 14 não mediram a resiliência, porém algumas proporcionaram *insights* importantes quanto à sua definição; um exemplo é a pesquisa de Gaultier-Gaillard e Louisot (2006) que associaram a resiliência com o fato de uma organização ser bem-sucedida e sustentável. Estes autores sustentaram também que a resiliência vem da confiança (*trust and confidence*) dos seus *stakeholders* que, por sua vez, é atingida quando as ações estão em harmonia com as palavras.

Outro exemplo é o estudo de Armeanu *et al.* (2017) que defenderam que a resiliência é uma vantagem competitiva devido à capacidade de contornar, deter, defender, reagir, se ajustar, além de se recuperar rapidamente de situações inesperadas. Os mesmos autores complementaram a ideia ao dizer que a resiliência serve de apoio às empresas não apenas a viver durante um período de crise, mas também, por meio de sua capacidade de capturar oportunidades, a atingir seus objetivos essenciais.

Quanto aos estudos que medem especificamente a resiliência organizacional, os autores utilizaram principalmente de variáveis quantitativas relacionadas ao desempenho, seja ela interna organizacional (ROA e ROE, entre outras) ou relacionada ao mercado de ações (queda de valores e tempo de recuperação, entre outras).

Cabe destacar que apesar da multidisciplinaridade e multidimensionalidade do conceito de resiliência, os conceitos atribuídos giram em torno da capacidade de voltar ao estado inicial (*bounce back*) ou de se superar (*bounce forward*) em tempos de crise, sob pressão e choques. O choque mais recente em nível global foi a pandemia provocada pela propagação do coronavírus, que é um período no qual a resiliência corporativa financeira pode ser observada com maior clareza.

Ao conhecer os principais objetos deste estudo e o estado da arte da literatura relacionada a eles, segue o desenvolvimento das hipóteses.

#### **2.4 Desenvolvimento das Hipóteses**

O foco deste estudo são os mecanismos internos de governança corporativa, mais especificamente a estrutura de propriedade, a remuneração de executivos e a estrutura/características do conselho de administração e diretores presidentes (CEOs).

Em relação à estrutura de propriedade, Li *et al.* (2022) examinaram a concentração acionária, os múltiplos *blockholders* e a natureza da propriedade. A concentração acionária entendida como a proporção de ações ordinária pertencentes aos, nesse caso, três maiores acionistas repercute nas empresas brasileiras (FREITAS *et al.*, 2020). Nesse cenário é evidenciado não somente a concentração acionária predominante para poucos acionistas, como também o alto nível dessa concentração, sendo o mercado acionário brasileiro caracterizado por essas afirmações (DOS SANTOS, 2023; FREITAS *et al.*, 2020).

A concentração acionária é frequentemente observada pelo seu papel no desempenho financeiro empresarial, construto próximo da resiliência. Nashier e Gupta (2023) em sua pesquisa acharam que a concentração acionária afeta positivamente o desempenho de mercado e contábil. Dos Santos (2023) ao examinar o papel da concentração acionária no Brasil encontrou que essa afeta positivamente o desempenho (como o retorno sobre o patrimônio líquido).

Ainda em âmbito brasileiro, Marques, Guimarães e Peixoto (2015) encontram que a concentração acionária é negativamente relacionada com o valor de mercado enquanto o risco medido pela volatilidade do retorno das ações (variável de resiliência

segundo Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016)) não é afetado pela concentração acionária. Os mesmos autores testaram o papel da concentração acionária também durante a crise de 2008. Durante o auge da crise financeira, a concentração acionária apresentou penalizou valor da firma (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015). É necessário testar se durante a pandemia da COVID-19 a concentração acionária auxiliou na superação de dificuldades ou atuou para infringir os interesses dos pequenos investidores (LI *et al.*, 2022). Por esses argumentos, surge a seguinte hipótese de pesquisa:

**Hipótese 1a:** A concentração acionária afeta a resiliência financeira.

A presença de múltiplos *blockholders* pode, assim como a concentração acionária, ser vista pela literatura tanto como um mecanismo positivo de governança corporativa quanto como um mecanismo negativo (JIANG; SHEN; CAI, 2022; LI *et al.*, 2022; POMBO; TABORDA, 2017). Sendo assim, o efeito da presença de múltiplos *blockholders* no valor empresarial é inconclusivo (RUSSINO, 2023). Li *et al.* (2022) ao testar o efeito desse mecanismo de governança que é capaz de mitigar conflitos de principal-principal (RUSSINO, 2023) no valor das ações não encontraram efeito considerável em empresas Chinesas. Por outro lado, Nashier e Gupta (2023) afirmaram que em empresas com múltiplos *blockholders*, as tensões são maiores trazendo maiores custos e não beneficiando o desempenho empresarial.

Contrariamente, Benamraoui *et al.* (2019) atribuem desempenho superior às empresas com mais *blockholders*. Em um cenário mais próximo ao brasileiro, Pombo e Taborda (2017) encontraram que a presença e a contestabilidade dos *blockholders* estão positivamente associadas ao valor da empresa em empresas listadas da América Latina. Desta maneira, surge a seguinte hipótese de pesquisa:

**Hipótese 1b:** A presença de múltiplos *blockholders* afeta a resiliência financeira.

No cenário brasileiro, pela elevada participação governamental nas companhias e pela estrutura de propriedade demasiadamente concentrada do país (DOS SANTOS, 2023) é que se torna relevante estudar a natureza da propriedade, uma vez que esta pode ter influência sobre o nível de governança corporativa. Empresas estatais, essenciais na economia brasileira (GUIMARÃES; DA SILVA, 2020), por exemplo, podem ser obrigadas a adotar melhores práticas de governança por determinação do governo (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). Além disso, Ding *et al.* (2021) ao encontrarem

que empresas governamentais de fato são mais imunes/resilientes em épocas de crise, justificaram esse efeito pela maior fonte de recursos e apoio.

No mesmo sentido, Beuselinck *et al.* (2017) ao estudar empresas europeias durante a crise de 2008, concluíram que empresas com propriedade governamental eram menos voláteis. Os autores ainda dizem que esse resultado é fruto de empresas localizadas em países com menos corrupção e maior proteção aos investidores. Ao contrário, no contexto Chinês, Li *et al.* (2022) encontraram que empresas não-governamentais são mais propensas à imunidade perante os efeitos negativos do retorno das ações durante a pandemia que as empresas governamentais.

Assim como Li *et al.* (2022), em âmbito brasileiro, Vitoria, Bressan e Iquiapaza (2020) encontraram que em época de crise a flutuação dos preços das ações das estatais aumentou. Essa alta volatilidade financeira é que Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016) caracterizam como baixa resiliência. Por isso, a seguinte hipótese sugere que:

**Hipótese 1c:** A propriedade governamental afeta a resiliência financeira.

Além desses mecanismos de estrutura de controle e propriedade, estudos voltados a empresas familiares e a governança corporativa têm aumentado, principalmente devido à sua associação com a eficiência, efetividade e sobrevivência (AZILA-GBETTOR *et al.*, 2018). No Brasil, o controle familiar é uma característica comum entre as empresas (COSTA; SAMPAIO; FLORES, 2019), portanto estudá-las torna-se importante.

Quando se estuda as empresas familiares e seus efeitos na performance organizacional, estas se sobressaem em tempos de crises quando comparadas com aquelas não-familiares (MINICHILLI; BROGI; CALABRÒ, 2015). Mais especificamente, quanto aos retornos das ações, as empresas familiares operaram melhor durante a pandemia (DING *et al.*, 2021). Apesar disso, o estudo de Goes, Martins e Machado Filho (2017), conduzido no Brasil, conclui que, em termos de desempenho financeiro, valor de mercado e total da empresa, empresas familiares tendem a apresentar resultados negativos quando comparadas com empresas de controle não-familiar. Sendo assim, formula-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 1d:** A propriedade familiar afeta a resiliência financeira.

O conselho de administração, principal órgão de governança corporativa (IHLENFFELDT; COLAUTO, 2020), também merece atenção. Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020) e Li *et al.* (2022), ao estudarem a estrutura do conselho de administração, incluíram variáveis de tamanho do conselho, independência

e diversidade de gênero. O tamanho (pequeno) do conselho é uma característica que Armeanu *et al.* (2017) defenderam em seus resultados como sendo mais eficaz em relação à resiliência organizacional.

Em contrapartida, Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020) encontraram uma relação positiva, quadrática e côncava entre o tamanho do conselho e o desempenho contábil e de mercado. Da mesma forma, Rivas *et al.* (2021) ao contrário de Armeanu *et al.* (2017) encontraram que conselhos maiores têm relação positiva com o desempenho e criação de valor organizacional, e, portanto, com a resiliência organizacional financeira. Tendo em vista os resultados conflitantes, formula-se a hipótese a seguir:

**Hipótese 2a:** O tamanho do conselho impacta a resiliência financeira.

A literatura traz outras características do conselho de administração para explicar sua eficiência (DOS SANTOS, 2023), uma delas é a independência do conselho, ou seja, a proporção de conselheiros que não tem relação direta com a empresa. Estudos apontam resultados divergentes quanto à relação da independência do conselho e o desempenho empresarial (LAZZARETTI; PIEKAS; JULKOVSKI, 2019).

Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020) e Rivas *et al.* (2021) encontraram que a proporção de diretores independentes tem relação positiva com o desempenho. Enquanto isso, Li *et al.* (2022) encontraram que a independência do conselho não mitiga o impacto negativo que a pandemia teve no preço das ações e, portanto, na resiliência financeira.

No Brasil, o estudo de Dani *et al.* (2017) encontrou relação negativa entre a independência do conselho e o desempenho financeiro. A pesquisa de Lazzaretti, Piekas e Julkovski (2019) no mesmo sentido, rejeitou a hipótese de que conselheiros independentes afetariam positivamente o desempenho. Sendo assim, há divergência na literatura quanto ao impacto da independência do conselho em variáveis que afetam diretamente a resiliência financeiras das empresas. Por isso, sugere-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 2b:** A independência do conselho afeta a resiliência financeira.

Nos estudos em governança encontram-se muitas vezes as características dos conselheiros como fator impactante. Župerkienė *et al.* (2021) disseram que em tempos de crise, mais especificamente na pandemia provocada pela COVID-19, os executivos foram desafiados constantemente independentemente do nível e tamanho organizacional. Além disso, Altarawneh, Shafie e Ishak (2020) comentaram que o papel



dos executivos foi essencial para a performance empresarial, seja ela de sucesso ou fracasso.

Com base nesse entendimento, Altarawneh, Shafie e Ishak (2020) ao fazerem uma revisão da literatura afirmaram que as executivas mulheres aumentaram a performance empresarial. Esse fato tem consequências também na resiliência da organização, uma vez que as habilidades administrativas femininas podem incentivá-la devido às suas atitudes perante as mudanças, a sua habilidade de promover novas iniciativas e também de estabelecer relacionamentos sólidos e formais com os *stakeholders* (COSENTINO; PAOLONI, 2021).

No Brasil, o estudo de Lazzaretti, Piekas e Julkovski (2019) conclui que a presença feminina no conselho de administração influencia positivamente o desempenho. Posteriormente, Dias, Malaquias e Lopes (2023) objetivaram analisar se a presença de mulheres no conselho de administração impacta o retorno das ações, porém não encontraram efeitos significativos; da mesma forma que Pessoa *et al.* (2022) que não encontraram resultados significativos de relação entre mulheres conselheiras e desempenho empresarial.

Dias, Malaquias e Lopes (2023) encontraram na literatura dois contrapontos quanto à participação de mulheres no conselho de administração. O primeiro é que homens e mulheres tem desempenhos semelhantes e o segundo ponto de vista é baseado no preconceito da presença de mulheres em cargos de liderança e, portanto, no impacto negativo da sua inclusão no conselho de administração no retorno das ações (SANFORD; TREMBLAY-BOIRE, 2019). Assim, foi formulada a seguinte hipótese:

**Hipótese 2c:** A presença de mulheres conselheiras afeta a resiliência financeira.

Outro mecanismo interno de governança corporativa é o da remuneração, ferramenta que é capaz de minimizar conflitos de agência (DE SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017). Ao observar o sistema de remuneração em relação à resiliência, Li *et al.* (2022) encontraram relações positivas entre ela e o retorno das ações, sustentando que a remuneração é capaz de auxiliar no combate dos impactos negativos trazidos pela COVID-19.

No Brasil, é possível observar a remuneração total (fixa, variável e baseada em ações) como instrumentado pela CVM (DE SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017). Diversos autores examinam sua relação com variáveis de desempenho, porém não há estudos específicos quanto à resiliência financeira. Aguiar e Pimentel (2017) evidenciaram uma relação positiva entre remuneração e desempenho financeiro e de

mercado. Ainda, De Souza, Cardoso e Vieira (2017) apesar de encontrarem, similarmemente, uma relação positiva entre remuneração e desempenho financeiro, não encontraram resultado significativo quanto ao desempenho de mercado o qual justificam, por sua vez, pelo não-alinhamento dos interesses do principal e agente. Desta forma, a hipótese foi construída:

**Hipótese 3:** A remuneração de executivos afeta a resiliência financeira.

Ding *et al.* (2021) ao estudarem a relação entre os casos confirmados de coronavírus e o retorno das ações descobriram que as empresas com (1) economias mais fortes “pré-covid”, (2) menor exposição ao vírus, (3) mais atividades de responsabilidade social corporativa e (4) executivos menos entrincheirados, têm seus retornos de ações influenciados de forma mais suave. Por isso, o entrincheiramento é um fator determinante o qual pela literatura pode ser associado com o tempo do “mandado” de um diretor, ou *tenure*. O argumento principal é que ao passar do tempo, os executivos se tornam mais entrincheirados, o que se associa com o desempenho não satisfatório deles (PRICE; SALAS; SIRMANS, 2015). Esse estudo adota como *proxies* do entrincheiramento a dualidade, o *tenure* e a idade do diretor presidente.

A dualidade ocorre quando a pessoa que ocupa os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração é a mesma (DUTRA; CERETTA, 2023). A separação das funções é vista como uma boa prática de governança corporativa (FREITAS *et al.*, 2020), sendo a dualidade uma prática desvantajosa. No Brasil, a sobreposição dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração tem reduzido significativamente (DE MOURA *et al.*, 2017) tornando-se pouco comum nas empresas brasileiras (BRANDÃO *et al.*, 2023).

Apesar disso, em outros contextos, quando a dualidade é examinada em relação à resiliência, o contrário tem sido observado. Por exemplo, Li *et al.* (2022) encontraram a dualidade como efeito de alívio dos impactos da pandemia em termos de preço de ações. Torres e Augusto (2021) sugeriram em seus resultados que a dualidade, em conjunto com a responsabilidade social corporativa, torna as organizações mais resilientes a choques. Estudos brasileiros não encontraram relação significativa entre a presença de dualidade e desempenho, conceito próximo ao da resiliência (DANI *et al.*, 2017; PACHECO *et al.*, 2019). Desta forma, devido aos resultados conflitantes surge a hipótese a seguir:

**Hipótese 4a:** A dualidade de executivos afeta a resiliência financeira.

Outra *proxy* de entrenchamento, é o *tenure* entendido como o tempo de mandado do diretor presidente (DAROUICHI *et al.*, 2021). A pesquisa de Liu e Jiang (2020) confirmou que o *tenure* dos executivos está negativamente relacionado com a performance empresarial enquanto Ahmad *et al.* (2022) não encontram relação significativa. Resultados dispersos encontram-se na literatura, o que pode ser corroborado com Darouichi *et al.* (2021) que defenderam que estudos sobre *tenure* muitas vezes são inconclusivos, especificamente em relação à performance, há pesquisas que encontram resultados positivos, negativos ou ainda relações curvilíneas.

Quanto à resiliência financeira, não há pesquisas que analisem diretamente sua relação com o *tenure*, porém na pesquisa de Pan, Wang e Weisbach (2015) os autores encontram que o maior *tenure* do diretor presidente diminui a volatilidade das ações que posteriormente é utilizada por Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016) para explicar, em parte, a resiliência financeira. Levando essas afirmações em consideração, formula-se a hipótese a seguir:

**Hipótese 4b:** O *tenure* dos executivos afeta a resiliência financeira.

Outra característica discutida é a idade dos executivos e os resultados são de relações tanto negativas, quanto positivas. Do ponto de vista de Altarawneh, Shafie e Ishak (2020) a idade traz consigo maior performance organizacional. A idade pode ser relacionada também com a experiência, as conexões e o conhecimento. Contrariamente, Liu e Jiang (2020) ao analisarem empresas Chinesas listadas não encontram nenhuma relação entre a idade e o desempenho empresarial, frequentemente associado a resiliência financeira.

No Brasil, Pacheco *et al.* (2019) encontraram uma relação negativa entre a idade dos executivos e o desempenho organizacional. Pereira *et al.* (2016) apesar de não verificarem a relação entre idade e desempenho, sugeriram a partir da literatura que quanto mais jovem o gestor, melhor sua contribuição para a organização. Assim, formula-se a última hipótese:

**Hipótese 4c:** A idade dos executivos afeta a resiliência financeira.

Por fim, a formação do diretor presidente pode ser relevante uma vez que aquele com maior nível de educação formal busca melhor desempenho empresarial, apesar de isso não ser um requisito para o sucesso da gestão (PEREIRA *et al.*, 2016). Ghardallou, Borgi e Alkhalifah (2020) encontraram que, entre outros, executivos com alta qualificação, especialmente aqueles com pós-graduação, aumentam a performance das ações. Outros autores estudaram a educação dos executivos relacionando-a, geralmente,

com a adição de valor às empresas (ALTARAWNEH; SHAFIE; ISHAK, 2020; SAIDU, 2019), o que por sua vez poderia proporcionar resiliência financeira.

No cenário Brasileiro, segundo Lazzaretti *et al.* (2019), a formação dos diretores presidentes é homogênea, concentrando-se nas áreas da gestão, engenharias e direito. Os autores esperavam uma relação negativa entre a formação (na área da gestão) do diretor presidente e o desempenho e rejeitaram tal hipótese. Quanto ao nível de formação, Pacheco *et al.* (2019) supuseram que quanto maior o nível de formação, melhor o desempenho. Os autores encontraram que há relação direta entre o grau de formação (graduação/pós-graduação) dos executivos e o desempenho. Ao buscar trabalhos que buscassem a relação entre o nível de educação formal e a resiliência, não encontrou-se algum. Considerando o apresentado, surge a seguinte hipótese:

**Hipótese 5:** O nível de educação formal dos executivos afeta a resiliência financeira.

A fim de proporcionar uma visão mais clara das hipóteses que o presente trabalho pretende testar, um quadro foi elaborado pensando nos resultados esperados de acordo com autores que já testaram essas variáveis. O Quadro 2 apresenta a sumarização das hipóteses.

**Quadro 2-** Hipóteses

Hipótese	Resultado Esperado	Autores
<b>H1a:</b> A concentração acionária afeta a resiliência financeira.	(+)	Nashier e Gupta (2020); Dos Santos (2023)
	(-)	Marques <i>et al.</i> (2015)
<b>H1b:</b> A presença de múltiplos <i>blockholders</i> afeta a resiliência financeira.	(+)	Pombo e Taborda (2017); Benamraoui <i>et al.</i> (2019)
	(-)	Nashier e Gupta (2020)
<b>H1c:</b> A propriedade governamental afeta a resiliência financeira.	(+)	Beuselinck <i>et al.</i> (2017); Ding <i>et al.</i> (2021)
	(-)	Li <i>et al.</i> (2022); Vitoria <i>et al.</i> (2020)
<b>H1d:</b> A propriedade familiar afeta a resiliência financeira.	(+)	Minichilli <i>et al.</i> (2015); Ding <i>et al.</i> (2021)
	(-)	Goes <i>et al.</i> (2017)
<b>H2a:</b> O tamanho do conselho impacta a resiliência financeira.	(+)	Lazzaretti <i>et al.</i> (2019); Arévalo-Alegria, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020) e Rivas <i>et al.</i> (2021)

	(-)	Armeanu <i>et al.</i> (2017)
<b>H2b:</b> A independência do conselho afeta a resiliência financeira.	(+)	Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020) e Rivas <i>et al.</i> (2021)
	(-)	Dani <i>et al.</i> (2017); Lazzaretti <i>et al.</i> (2019)
<b>H2c:</b> As mulheres conselheiras afetam a resiliência financeira.	(+)	Lazzaretti <i>et al.</i> (2019); Altarawneh <i>et al.</i> (2020) e Cosentino e Paoloni (2021)
	(-)	Sanford e Tremblay-Boire (2019)
<b>H3:</b> A remuneração de executivos afeta a resiliência financeira.	(+)	Aguiar e Pimentel (2017); De Souza, Cardoso e Vieira (2017) e Li <i>et al.</i> (2022)
	(-)	De Souza, Cardoso e Vieira (2017)
<b>H4a:</b> A dualidade afeta a resiliência financeira.	(+)	Li <i>et al.</i> (2022) e Torres e Augusto (2021)
<b>H4b:</b> O <i>tenure</i> dos diretores presidentes afeta a resiliência financeira.	(-)	Pan <i>et al.</i> (2015); Liu e Jiang (2020)
<b>H4c:</b> A idade dos diretores presidentes afeta a resiliência organizacional financeira.	(+)	Altarawneh <i>et al.</i> (2020)
	(-)	Pacheco <i>et al.</i> (2019)
<b>H5:</b> O nível de educação formal dos diretores presidentes afeta a resiliência financeira.	(+)	Ghardallou <i>et al.</i> (2020); Altarawneh <i>et al.</i> (2020); Saidu (2019); Pacheco <i>et al.</i> (2019)

**Fonte:** elaborado pelas autoras

A próxima seção apresenta os principais procedimentos metodológicos empregados juntamente com o modelo e variáveis utilizadas para o alcance dos objetivos.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Essa seção busca descrever os procedimentos metodológicos adotados a fim de atingir os objetivos propostos neste estudo. Portanto, é dada uma descrição da estratégia da pesquisa, da população e a forma de coleta de dados. Além disso, as variáveis, sua forma de mensuração, as técnicas de análise e o modelo utilizado são apresentados.

#### **3.1 Estratégia da pesquisa**

Tendo como pano de fundo a epistemologia positivista, a pesquisa caracteriza-se como descritiva uma vez que busca associar duas características empresariais previamente estudadas e exploradas na literatura existente. As pesquisas de caráter descritivo são aquelas onde, segundo Hair *et al.* (2005), as hipóteses baseadas na teoria guiam o processo de medição de características de determinada questão de pesquisa. Assim, acredita-se que essa caracterização seja a mais apropriada.

Além disso, a dissertação é de abordagem quantitativa pelo fato de que trabalha com variáveis numéricas e métodos estatísticos na tentativa de descrever quantitativamente determinado fenômeno. A abordagem quantitativa é descrita como aquela capaz de “descrever populações e fenômenos e verificar a existência de relação entre variáveis” (GIL, 2021, p.57).

O método empregado foi o da estatística multivariada, um conjunto de técnicas estatísticas importantes para descrever um determinado grupo exposto a um mesmo fenômeno baseando-se em todas as variáveis e suas interações (DIAS; SILVA; MACEDO, 2019). As técnicas são apontadas posteriormente.

#### **3.2 Empresas estudadas e coleta de dados**

A população deste estudo é composta por empresas listadas no Brasil, Bolsa e Balcão (B3) com registro ativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que negociam ações ordinárias. O grupo é composto por empresas não-financeiras e totalizou inicialmente 260 empresas, que após a exclusão por indisponibilidade de variáveis ao longo do tempo, veio para 189 empresas.

A coleta de dados realizada foi no site da CVM a partir dos formulários de referência (FRE), que disponibiliza dos dados relacionados à governança corporativa. Os dados extraídos dos formulários de referência são referentes à propriedade,

remuneração da diretoria estatutária e conselho de administração. Além disso, dados relacionados às ações e controle foram coletados na base de dados Economática®, possibilitando a medição da resiliência, concentração acionária e presença de múltiplos *blockholders*.

O procedimento para coleta de dados foi dividido em duas etapas sendo que na primeira coletaram-se as informações necessárias relativas à resiliência financeira, ao controle acionário, ao setor e tamanho empresarial. Essas informações se deram pela busca de: fechamento do preço das ações nos dias 11 de março de cada ano, preço mínimo das ações e desvio padrão do fechamento dentro de um ano considerando a data de 11 de março como a data de início e fim, ações possuídas com direito a voto do primeiro acionista e da soma dos três maiores acionistas, ativo total e dívida bruta no final de cada ano e o setor econômica. Além disso, foi coletado o preço diário de fechamento das ações a partir do dia 10 de março de 2020.

Na segunda etapa da coleta de dados, buscou-se nos formulários de referência da CVM as seguintes informações: propriedade, remuneração, tamanho, independência, dualidade, presença de mulheres no conselho de administração, *tenure* do diretor presidente, nível de educação formal e idade do diretor presidente presentes nos itens 12, 13 e 15 do formulário de referência.

### **3.3 Definição e mensuração das variáveis**

A variável dependente da pesquisa é a resiliência financeira que foi estudada a partir de (i) severidade das perdas nos preços das ações; e (ii) tempo para recuperação dos preços das ações, ambas ligadas ao mercado de ações. Evidências como a trazida por Torres e Augusto (2021) que sustentaram que se pode chamar uma organização de resiliente quando e se elas mantêm o seu valor no mercado ao decorrer de um choque, são de suma importância para afirmar que as variáveis apontadas são suficientes e aptas a descrever a resiliência organizacional financeira.

A severidade das perdas nos preços das ações foi medida como a variação percentual absoluta no preço das ações de cada empresa entre o preço de fechamento anterior ao período mais crítico da crise (2020) e o ponto mais baixo que o preço das ações atingiu no período de 12 meses após a crise (DESJARDINE; BANSAL; YANG, 2019) ou, mais resumidamente, a perda econômica máxima sofrida por uma empresa em uma crise (XIA; QIAO; XIE, 2022).

A variável de tempo para recuperação dos preços das ações seguiu novamente DesJardine, Bansal e Yang (2019) e Xia, Qiao e Xie (2022) ao medi-la como o tempo que levou para que o preço mensal das ações da empresa atingisse seu nível anterior à crise. Desjardine, Bansal e Yang (2019) defenderam que as variáveis severidade das perdas e tempo para recuperação representam os eixos de estabilidade e flexibilidade, respectivamente, da resiliência. A variável de tempo de recuperação não foi utilizada no modelo econométrico, devido à sua operacionalização e seu conceito, ela foi medida somente a partir do ano de 2020. Apesar disso, essa variável juntamente à variável da severidade das perdas permitiu a avaliação da resiliência financeira por setor durante a crise de 2020.

As variáveis independentes estão relacionadas à governança corporativa. Para medir a estrutura de propriedade foram utilizadas as variáveis de: *Concentração acionária*; *Presença de múltiplos blockholders*; *Natureza da propriedade não-governamental* e *Origem de propriedade familiar*. A fim de medir a origem de propriedade familiar foi seguido o exemplo de De Vilhena e Camargos (2015) que utilizaram de uma *dummy* cujo valor é 0 caso a empresa não seja controlada por uma família e 1 caso contrário. A concentração acionária, seguindo os mesmos autores, mediu-se pela porcentagem das ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas (DE VILHENA; CAMARGOS, 2015), sendo o mercado brasileiro altamente concentrado, justificando essa porcentagem detida pelos três maiores acionistas (DOS SANTOS, 2023).

A natureza da propriedade não-governamental foi medida da mesma forma que no estudo de Li *et al.* (2022) que é por meio de uma *dummy* sendo o valor 1 atribuído a empresas de controle governamental e 0 caso contrário. Segundo os mesmos autores (LI *et al.*, 2022) a presença de múltiplos *blockholders* foi avaliada pelo percentual de participação dos acionistas controladores no total de ações.

Quanto à *remuneração*, para medi-la utilizou-se a informação disponível no relatório de referência da CVM de “Montante Total de Remuneração” dividido pelo número de diretores seguindo o exemplo de Dutra e Ceretta (2023).

A fim de analisar a relação entre a estrutura e características do conselho e a resiliência, o foco foi especificamente em *Tamanho do conselho*; *Independência do conselho* e *Dualidade* de executivos. A dualidade foi estudada por meio de uma *dummy*, assim como em Pereira *et al.* (2016). Os autores atribuíram o valor de 0 à não-dualidade e de 1 à dualidade.



O tamanho do conselho foi medido seguindo Freitas *et al.* (2020) e Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020). Os autores consideraram o número total de membros titulares do conselho de administração (CA). A independência do conselho segue Freitas *et al.* (2020) e Dutra e Ceretta (2023) ao medi-la como a proporção de membros independentes do CA.

Por fim, para as características dos diretores, variáveis como *Mulheres diretoras*; *Tenure*; *Nível de educação formal* e *Idade* foram estudadas. Define-se “mulheres diretoras” seguindo Li *et al.* (2022), ou seja, pela porcentagem de diretoras mulheres presentes. O *tenure* e a idade analisaram-se em anos de mandato e de vida respectivamente (PEREIRA *et al.*, 2016).

Dutra e Ceretta (2023) medem o nível de educação formal atribuindo valores de 0 a 5 segundo o grau de instrução de cada diretor. O valor de 0 é dado para diretores com ensino médio ou inferior, ou não informado; 1 para quem possua graduação; 2 pós-graduação lato sensu; 3 mestrado; 4 doutorado; e finalmente 5 pós-doutorado (DUTRA; CERETTA, 2023).

Finalmente, a variável independente relacionada a pandemia da COVID-19 foi operacionalizada por meio de uma *dummy* onde o valor 1 foi dado aos anos que a pandemia estava presente e o valor 0 àqueles anos que a pandemia não estava presente.

As variáveis de controle seguem a literatura e compõem as variáveis setor, tamanho e alavancagem. Mazur, Dang e Vega (2021) provaram que setores como de saúde, comida, gás natural e de *softwares* mantiveram seu desempenho gerando altos retornos enquanto setores como de petróleo bruto, imóveis, entretenimento e hospitalidade perderam mais de 70% das suas capitalizações de mercado, o que comprova a importância do setor em que a organização está inserida.

O tamanho foi medido pelo Logaritmo Natural do Ativo seguindo as orientações de Pinheiro *et al.* (2017) e Freitas *et al.* (2020). Por fim, a alavancagem foi medida como no estudo de De Vilhena e Camargos (2015) que dividem a dívida bruta total pelo valor contábil ativo total da empresa.

No Quadro 3, uma descrição detalhada das variáveis é apresentada.

**Quadro 3-** Descrição das variáveis

Variável	Sigla	Definição Operacional	Autores
<b>Dependentes</b>			

Severidade das perdas nos preços das ações	SEV	[(preço mínimo da ação entre Março 20, 2020, e Março 01, 2021 – preço de fechamento das ações em Março 01, 2020) / preço de fechamento das ações em Março 01, 2020] – 1.	DesJardine; Bansal e Yang (2019) e Xia; Qiao e Xie (2022).
Tempo para recuperação dos preços das ações	TR	O número de dias que o preço das ações da organização leva para voltar nos níveis anteriores à crise.	DesJardine; Bansal e Yang (2019) e Xia; Qiao e Xie (2022)
<b>Independentes</b>			
Concentração acionária	CONC	Porcentagem das ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas.	De Vilhena e Camargos (2015), Freitas <i>et al.</i> (2020), Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020)
Presença de múltiplos <i>blockholders</i>	BLOCK	<i>Dummy:</i> 1- Se 2 ou mais acionistas controlados possuem 10% ou mais das ações 0- Caso contrário	Pombo e Taborda (2017), Rivas <i>et al.</i> (2021), Li <i>et al.</i> (2022)
Natureza da propriedade não-governamental	PROP	<i>Dummy:</i> 1- Empresa governamental 0- Empresa não-governamental	Li <i>et al.</i> (2022)
Origem de propriedade familiar	FAM	<i>Dummy:</i> 1- A empresa é controlada por uma família (ou grupo de famílias formalmente unido por acordo de acionistas) 0- Caso contrário	De Vilhena e Camargos (2015), Ding <i>et al.</i> (2021)
Remuneração	REM	1+Logaritmo do valor total da remuneração executiva (remuneração fixa + remuneração variável) / número de diretores na empresa	Li <i>et al.</i> (2022), Dutra e Ceretta (2023)
Tamanho do conselho	TCA	Logaritmo do número total de membros titulares do conselho de administração	Freitas <i>et al.</i> (2020), Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020), Ding <i>et al.</i> (2021), Rivas <i>et al.</i> (2021), Li <i>et al.</i> (2022), Dutra e Ceretta (2023)
Independência do conselho	IND	(Número total de membros independentes no conselho de administração) / Número total de membros do conselho de administração	Freitas <i>et al.</i> (2020), Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020), Ding <i>et al.</i> (2021), Rivas <i>et al.</i> (2021), Li <i>et al.</i> (2022), Dutra e Ceretta (2023)
Dualidade de executivos	DUA	<i>Dummy:</i> 1- Diretor é o presidente do Conselho de Administração	Pereira <i>et al.</i> (2016), Freitas <i>et al.</i> (2020), Arévalo-Alegría, Acuña-Duarte e

		0- Diretor não é o presidente do Conselho de Administração	King-Domínguez (2020), Li <i>et al.</i> (2022), Dutra e Ceretta (2023)
Mulheres executivas	ME	Porcentagem de executivas mulheres no conselho de administração	Arévalo-Alegria, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020), Rivas <i>et al.</i> (2021), Li <i>et al.</i> (2022)
<i>Tenure</i>	TE	1+Logaritmo do tempo de mandato do diretor presidente em anos	Pereira <i>et al.</i> (2016), Ghardallou, Borgi e Alkhalifah (2020), Liu e Jiang (2020)
Nível de educação formal	EF	Grau de instrução: 0- Ensino médio ou inferior, ou não informado 1- Graduação; 2- Pós-graduação lato sensu 3- Mestrado 4- Doutorado 5- Pós-doutorado.	Pereira <i>et al.</i> (2016), Ghardallou, Borgi e Alkhalifah (2020), Dutra e Ceretta (2023)
Idade	ID	Logaritmo da idade em anos do diretor.	Pereira <i>et al.</i> (2016), Liu e Jiang (2020), Dutra e Ceretta (2023)
COVID-19	COV	<i>Dummy</i> : 1- Para os anos 2020 e 2021 0- Para os anos 2018, 2019 e 2022	
<b>Controle</b>			
Setor	SET	Setor de atuação segundo Economatica®	Arévalo-Alegria, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020)
Tamanho	TAM	Logaritmo Natural do Ativo	Pinheiro <i>et al.</i> (2017), Ghardallou, Borgi e Alkhalifah (2020), Freitas <i>et al.</i> (2020), Liu e Jiang (2020), Arévalo-Alegria, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020)
Alavancagem	ALAV	Dívida bruta total/ Valor contábil ativo total da empresa	De Vilhena e Camargos (2015), Arévalo-Alegria, Acuña-Duarte e King-Domínguez (2020), Ding <i>et al.</i> (2021)

**Fonte:** elaborado pelas autoras

Com a compreensão das variáveis, a seguir, a técnica de análise de dados e o modelo de análise.

### 3.4 Técnica de análise de dados

De modo a alcançar o objetivo de analisar a relação entre as características governança corporativa e a resiliência financeira das empresas brasileiras listadas na B3, para análise de dados foram adotados modelos econométricos. Mais especificamente, foram feitas análises baseadas em modelos com muitas *cross-sections* em vários períodos de tempo (dados em painel), ou seja, dados longitudinais cujo uso tem se expandido cada vez mais pela disponibilidade dos dados ao longo do tempo (FÁVERO; BELFIORE, 2017) e considerando sua principal vantagem: o elevado nível de precisão (CAMERON; TRIVEDI, 2005).

Barros *et al.* (2020) afirmaram que na área das finanças corporativas a utilização dos dados em painel é comum, além de vantajosa, e proporciona uma visão cruzada entre as dimensões transversal e longitudinal. Dados em painel são longitudinais e de natureza multidimensional possibilitando a observação da evolução longitudinal do objeto de pesquisa (RODRIGUES, 2019). Assim sendo, o procedimento de estimação adotado foi por meio de dados em painel a fim de ampliar o tamanho da amostra final considerando que as informações disponibilizadas pela CVM e pela base Economática® possibilitaram a observação das empresas ao longo de 5 anos. Ainda, a dimensão em *cross-section* ao aumentar a variabilidade dos dados reduz a eventual colinearidade entre as variáveis (FAVERO, 2013).

As estimações de dados em painel podem ser feitas em painel curto ou longo, sendo que nessa pesquisa o painel é considerado curto uma vez que o número de empresas (189) é maior que o número de períodos (5) ( $T < N$ ) (FÁVERO, 2013). Além disso, esses modelos longitudinais podem ser tanto lineares quanto não-lineares, se diferenciando principalmente pela natureza quantitativa (linear) ou qualitativa (não-linear) das variáveis dependentes (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Essa pesquisa lida com variáveis dependentes de natureza quantitativa e, portanto, o painel se caracteriza como linear.

Outra distinção pode ser feita quanto ao balanceamento dos dados no painel que é considerado balanceado quando “...cada unidade de dados temporais apresenta o mesmo número de observações ao longo do período analisado” (DE VILHENA; CAMARGOS, 2015, p.86) como é o caso desta pesquisa. Sendo assim, o painel além de curto e linear, caracteriza-se também como balanceado.

Para dados em painel, há muitas possibilidades de modelos a serem empregados. Três são os principais: modelo com efeitos fixos (EF), modelos com efeitos aleatórios (EA) e o modelos POLS (*pooled ordinary least squares*). Para fazer uma escolha

consistente, testes devem ser feitos iniciando por aqueles que envolvem o modelo POLS seguindo Cameron e Trivedi (2005).

O modelo POLS é aquele que desconsidera os efeitos fixos e/ou aleatórios partindo do pressuposto de que a base de dados está mesclada (FÁVERO; BELFIORE, 2017) podendo resultar em problemas de endogeneidade. Os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios são capazes de resolver tais problemas por considerarem os efeitos individuais, capturando as particularidades no tempo.

Inicialmente, foram feitos dois testes para verificar a adoção do modelo POLS sobre os modelos de efeitos fixos e posteriormente, aleatórios. O teste F do Chow realizou-se para comparar os modelos POLS e de efeitos fixos. O teste considera que ao rejeitar a hipótese nula de que há igualdade de interceptos e inclinações para todas as empresas, ou seja, de que os efeitos individuais das empresas sejam igual a 0 (POLS), considera que o modelo de efeitos fixos seja mais adequado (FÁVERO; BELFIORE, 2017; FAVERO, 2013).

A seguir, o teste *Lagrange multiplier* de Breusch-Pagan verifica o modelo mais apropriado entre os tipos de modelo POLS e de efeitos aleatórios. Neste caso, ao rejeitar a hipótese nula de que não existem variância e diferenças significativas entre as empresas, verifica-se de que o modelo mais adequado seja o de efeitos aleatórios (FÁVERO; BELFIORE, 2017; FAVERO, 2013).

Dado que o modelo POLS é descartado como possibilidade, há de se fazer a escolha entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios. Escolha essa feita através do teste de Hausman que verifica se as empresas são aleatórias, não existindo similaridade estatística entre os parâmetros estimados pela sua hipótese nula, a qual uma vez rejeitada afirma que há efeitos fixos nas empresas (CAMERON; TRIVEDI, 2005; FÁVERO; BELFIORE, 2017; FAVERO, 2013).

Ao apresentar os procedimentos metodológicos empregados na condução da análise de dados, segue o modelo proposto.

### 3.5 Modelo de Análise

O modelo empírico de regressão de dados em painel adotado tem a seguinte forma:

$$(1) \quad SEV_{it} = \alpha + \beta_1 CONC_{it} + \beta_2 BLOCK_{it} + \beta_3 PROP_{it} + \beta_4 FAM_{it} + \beta_5 REM_{it} + \beta_6 TCA_{it} + \beta_7 IN_{it}$$

Onde:

$SEV_{it}$  é a severidade das perdas nos preços das ações da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_1 CONC_{it}$  é a concentração acionária da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_2 BLOCK_{it}$  é a presença de múltiplos *blockholders* da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_3 PROP_{it}$  é a natureza da propriedade não-governamental da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_4 FAM_{it}$  é a origem de propriedade familiar da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_5 REM_{it}$  é a remuneração executiva da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_6 TCA_{it}$  é o tamanho do conselho da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_7 IND_{it}$  é a independência do conselho da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_8 DUA_{it}$  é a dualidade de executivos da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_9 ME_{it}$  são as mulheres executivas da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_{10} TE_{it}$  é o *tenure* da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_{11} EF_{it}$  é o nível de educação formal da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_{12} ID_{it}$  é a idade do diretor da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\beta_{13} COV_{it}$  é uma variável *dummy* para verificar o efeito dos anos da pandemia da COVID-19;  
 $\beta_{14} CONTROLE_{it}$  são as variáveis de controle (setor, tamanho, alavancagem) da empresa  $i$  no período  $t$ ;  
 $\alpha$  é o intercepto da reta;  
 $\varepsilon$  é o termo de erro da equação;  
 $i = 1, 2, \dots, 189$ ;  
 $t = 2018$  a  $2022$ .

A próxima seção apresenta a análise e discussão de resultados.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

A presente seção trata da análise e discussão dos resultados com base nos procedimentos metodológicos apresentados e é composta por quatro subseções sendo a primeira (4.1) uma breve descrição da amostra, a segunda (4.2) os resultados das análises descritivas das variáveis propostas, a terceira (4.3) a exploração da resiliência financeira com os testes de especificação dos modelos propostos (4.3.1), a quarta (4.4) a discussão da dimensão estabilidade da resiliência financeira e por fim, a quinta (4.5) a discussão da dimensão flexibilidade da resiliência financeira.

### 4.1 Descrição da Amostra

Essa seção descreve detalhadamente o conjunto de empresas estudadas. Inicialmente, a população era composta por 260 empresas não-financeiras, brasileiras, de capital aberto com ações ordinárias negociadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa Balcão (B3) e com registro ativo na CVM no período mínimo de 2018 a 2022. O período justifica-se pela disponibilidade dos dados durante a pesquisa, tendo como marco principal a crise provocada pela pandemia de 2020 e considerando dois anos antes e após a mesma. Quanto à exclusão das empresas financeiras, essa fundamenta-se no fato de que estas empresas possuem regras de mercado específicas podendo enviesar a amostra (DOS SANTOS, 2013).

Foram estabelecidos critérios para exclusão de empresas da população. O primeiro consiste na exclusão daquelas empresas que não constavam informações relacionadas ao preço das ações impossibilitando a mensuração das variáveis dependentes. Essa exclusão foi de 43 empresas. Quanto à segunda exclusão, esta seguiu a mesma lógica da primeira, desta vez considerando e verificando dados relacionados às variáveis independentes nos formulários de referência da CVM. Assim, mais 28 empresas foram retiradas do estudo tendo em vista a ausência de informações.

Desta forma, a amostra final ficou composta por 945 observações para 189 empresas ao longo de cinco anos (2018 a 2022). Essas empresas são distribuídas em 19 setores e 6 segmentos de listagem segundo a definição da base de dados Economática®. Dos 6 segmentos de listagem, o mais frequente na base de dados é o “Novo Mercado” que contempla 102 empresas, seguido pelo “Tradicional” por sua vez com 52 empresas. O “Nível 1” e “Nível 2” incluem 17 e 13 empresas respectivamente, enquanto os segmentos “Bovespa Mais” e “Balcão Organizado” são os menos frequentes, contemplando 3 e 2 empresas respectivamente. Mais de 50% das empresas da base de

dados se concentra no Novo Mercado, o qual, segundo Tristão e Sonza (2023), é aquele com regras mais rigorosas e sua adoção pelas empresas sinaliza o comprometimento da mesma para a adoção de melhores práticas de governança corporativa. Esses dados tornam-se mais visíveis na Tabela 3.

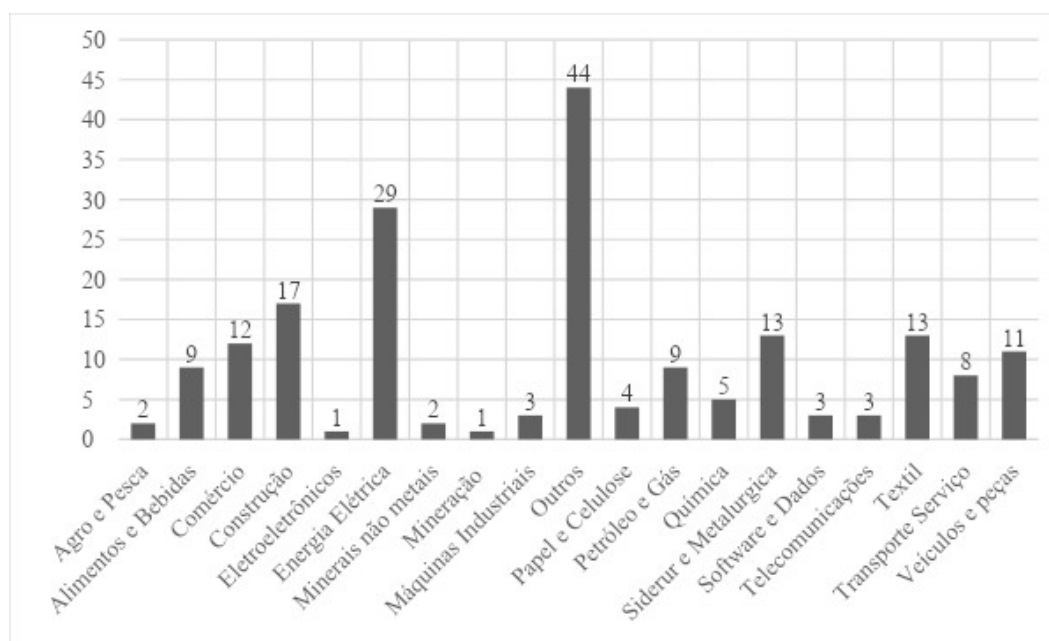
**Tabela 3-** Segmento de listagem das empresas da amostra

Segmento de Listagem	N	Frequência	Frequência Acumulada
Novo Mercado	102	53,97	53,97
Tradicional	52	27,51	81,48
Nível 1	17	8,99	90,47
Nível 2	13	6,88	97,35
Bovespa Mais	3	1,59	98,94
Balcão Organizado	2	1,06	100
Total	189	100	

Fonte: elaborado pelas autoras

Os setores são apresentados no Gráfico 1. O setor com o maior número de empresas é o “Outros” com 44 empresas, seguido pelo setor da energia elétrica com 29 empresas. Quanto ao setor menos representativo, esse é o de mineração com 1 empresa. O setor agro e pesca é o segundo menos representativo, sendo composto por 2 empresas somente.



**Gráfico 1-** Empresas por setor de atividade

**Fonte:** elaborado pelas autoras.

Em relação à resiliência, medida pela severidade das perdas das ações (DESJARDINE; BANSAL; YANG, 2019; XIA; QIAO; XIE, 2022), os setores mostram diferentes resultados. A Tabela 4 apresenta as medidas descritivas para a resiliência de acordo com cada setor da Economia.

**Tabela 4-** Resiliência por Setor de Atividade

Setor	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Agro e Pesca	-1,13	0,09	-1,29	-1,04
Alimentos e Bebidas	-1,24	0,16	-1,63	-1
Comércio	-1,32	0,20	-1,79	-1,02
Construção	-1,4	0,22	-1,94	-1,06
Eletroeletrônicos	-1,28	0,24	-1,62	-1,06
Energia Elétrica	-1,18	0,15	-1,75	-0,97
Minerais não metais	-1,36	0,19	-1,64	-1,08
Mineração	-1,22	0,11	-1,33	-1,05
Máquinas Industriais	-1,27	0,16	-1,50	-1,02
Outros	-1,31	0,20	-1,91	-0,98

Papel e Celulose	-1,23	0,15	-1,41	-1,02
Petróleo e Gás	-1,27	0,17	-1,62	-1,01
Química	-1,24	0,18	-1,55	-0,97
Siderur e Metalúrgica	-1,27	0,18	-1,84	-0,94
Software e Dados	-1,30	0,21	-1,72	-1,01
Telecomunicações	-1,43	0,25	-1,86	-1,04
Textil	-1,32	0,2	-1,77	-1
Transporte Serviço	-1,28	0,21	-1,74	-0,78
Veículos e peças	-1,26	0,18	-1,62	-1,01

**Fonte:** elaborado pelas autoras.

A resiliência financeira, neste sentido, é mais forte em setores cuja severidade das perdas é mais próxima de -1, valor o qual indica que não há perdas. No mesmo sentido, quanto mais longe do -1, mais severas as perdas. Assim, o setor mais impactado foi o de telecomunicações com severidade das perdas igual a -1,434, ou seja, 43,4%. Além do setor das telecomunicações, o da construção (40%), o de minerais não metálicos (36%) e o comércio (32,4%) são os menos resilientes.

No setor das telecomunicações, observa-se que o valor mínimo (de perda máxima) é de -1,86 que representa 86% de perda. Isso ocorreu em 2022 com a empresa Oi. Quanto ao valor mínimo do segundo setor menor resiliente, o da construção, esse é atribuído à PDG Realty também em 2022. Valores que também merecem destaque são aqueles referentes ao mínimo do setor outros (perda equivalente a 91%) máximo do setor transporte e serviço (-0,797 que indica que não houve perda). A empresa Nexpe em 2022 foi aquela que registrou perda de 91% no setor outros, enquanto a empresa Mrs Logist em 2019 é responsável pelo valor máximo do setor transporte e serviço, assim como de toda a base de dados, não sofrendo por perdas nos valores das ações. Ainda, vale constar que em 2020 a empresa que mais teve queda em suas ações foi a CVC Brasil, empresa do setor de transportes e serviço, com 73,08% em suas severidades de perdas.

Os setores mais resilientes financeiramente aparentam ser o de agro e pesca com a menor severidade de perdas (13,4%) e também o da energia elétrica (17,6%).

Observa-se que os dois setores menos afetados nesse sentido (agro e pesca e energia elétrica) são setores supridores das necessidades humanas mais básicas.

#### 4.2 Estatística Descritiva

A fim de aprofundar-se para entender melhor a dinâmica das variáveis propostas no estudo, a estatística descritiva foi elaborada. Na Tabela 5 é possível observar o comportamento das variáveis segundo algumas das medidas principais que possam representar forma, dispersões ou variabilidades.

A partir desses resultados, identifica-se que a severidade das perdas média é de 28,3%, o que representa uma importante redução no preço das ações. A maior severidade das perdas no preço das ações (valor mínimo) é de 94,27% da PDG Realty em 2022 que apesar de sua recuperação judicial (2017-2021) está com seu patrimônio líquido negativo em R\$ 4.890.668,00 segundo informações proporcionadas pela empresa em seu Formulário de Referência (FRE) na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Cabe ainda apontar que a severidade das perdas em 2020, ano inicial da crise causada pela propagação da COVID-19, empresa alguma superou ou sequer chegou a valores superiores a -1, os quais poderiam apontar para as empresas que não sofreram perdas sendo a empresa com menor perda registrada (0,1%) a Tex Reunaux do setor têxtil.

A variável severidade das perdas é calculada a partir dos autores DesJardine, Bansal e Yang (2019) e Xia, Quiao e Xie (2022) que a ajustam com o valor de -1. Esse valor indica a perda no preço das ações e valores superiores a -1, como no exemplo do valor máximo igual a -0,79723, apontam para empresas que não sofreram por perdas nos preços de suas ações.

O tempo médio de recuperação das perdas no preço das ações é de 140,26 dias. O tempo de recuperação em dias observou-se somente sobre a queda das ações de março de 2020 e considerou um período possível de recuperação máximo de 3 anos (1.095 dias) o que justifica o valor máximo da variável e o grande desvio padrão uma vez que determinadas empresas não demonstraram queda em suas ações (tempo de recuperação igual a 0 dias) e também a discrepância entre os valores que representam os 10%, a mediana e os 90% das observações. Ainda, o valor positivo da assimetria aponta para o fato de que a moda se encontra em um valor menor que a média e a mediana, ou seja, o valor que mais se repete é menor que 82 dias o que indica, juntamente a mediana, que as empresas em sua maioria se recuperaram até 3º mês da pandemia.

Observa-se que, em média, as empresas estão situadas em uma concentração acionária de 61,13%, valor muito próximo à sua mediana, e com um desvio padrão de 24,88% sendo que há empresa(s) concentradas em 99,97%. Freitas *et al.* (2020) encontraram uma concentração acionária de 69,5% em sua pesquisa com empresas de 2014 a 2016. Esses dados estão relacionados também com a presença de múltiplos *blockholders* no qual o valor 1 dado à *dummy* representa o controle de 10% ou mais da empresa por 2 ou mais pessoas (enquanto a concentração acionária foi medida pela proporção detida pelos 3 primeiros acionistas). Os dados referentes aos múltiplos *blockholders* propõe que, em sua maioria, o controle (90% ou mais) não está concentrado nas mãos de uma só pessoa.

**Tabela 5-** Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	p50	Assimetria	Curtose
SEV	-1,283438	0,198063	-0,79723	-1,942735	-1,253694	-0,590671	2,757357
TR	140,2614	245,8215	1095	0	82,5	3,074187	11,94059
CONC	61,13453	24,88161	99,97263	0,01	59,18	-0,1041	1,998378
BLOCK	0,90582	0,292234	1	0	1	-2,77884	8,721949
PROP	0,102646	0,303656	1	0	0	2,618521	7,856655
FAM	0,487831	0,500117	1	0	0	0,048692	1,002371
REM	3317484	4016256	4.79e+07	0	2060830	3,620329	25,59375
TCA	7,374011	2,86467	30	2	7	1,366013	8,471195
IND	0,321231	0,274176	1,428571	0	0,285714	0,577274	2,700567
DUA	0,056085	0,230207	1	0	0	3,858705	15,88961
ME	0,144868	0,164364	1,2	0	0,125	1,659605	7,962852
TE	5,42963	5,66299	73	1	4	4,702073	46,43523
EF	1,729101	0,805601	5	0	2	0,552791	4,246465
ID	52,87022	9,69796	91	28	52	0,309276	3,201511
TAM	5,11E+07	4,14E+08	7,93E+09	11568	4198299	14,3985	227,9674
ALAV	0,314155	0,262417	3,025134	0	0,287438	3,231423	24,97807

**Fonte:** elaborado pelas autoras.

A remuneração média é de R\$ 3.317.484,00 para a diretoria estatutária, montante o qual elevou-se significativamente quando comparado aos achados de Dutra

e Ceretta (2023) que ao observarem as empresas de 2012 a 2018 encontraram remuneração média de R\$ 1.892.330,60. Ainda sobre a diretoria estatutária, mais especificamente sobre o diretor presidente, sua média de idade é de 53 anos sendo que há um presidente de 91 anos. Esse presidente é Nevaldo Rocha da empresa Guararapes. Quanto ao grau de instrução formal dos diretores presidentes, observa-se que em sua maioria os presidentes possuem graduação e pós-graduação *latu-sensu*. Ainda, os diretores presidentes, em média, ocupam o cargo durante 5 anos. O *tenure* máximo encontrado aqui foi 73 anos e refere-se ao tempo de mandato de Nevaldo Rocha.

O conselho de administração, em média, é composto por 7,4 membros sendo que o conselho maior é de 30 pessoas e pertence à CEMIG. Os menores conselhos registrados (2 pessoas) são da João Fortes em 2021 e 2022 e da Mundial em 2018. A indicação da CVM é de que os conselhos sejam compostos de 5 a 9 membros (CVM, 2002) sendo então a média das empresas estudadas dentro do recomendado e também de acordo com estudos anteriores como o de Freitas *et al.* (2020) cuja amostra é composta por conselhos de administração de em média 8,115 membros. Mais uma vez, média e mediana se aproximam justificando possivelmente a assimetria positiva e de valor relativamente pequeno.

Os dados referentes ao conselho também indicam que são compostos, em proporção, 32,12% e 14,48% por membros independentes e conselheiras mulheres respectivamente. A proporção dos membros independentes é cerca da recomendada no Código Brasileiro de Governança Corporativa proposto pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa que sugere no mínimo um terço de membros independentes (33,33%) (IBGC, 2016).

A proporção média de mulheres nos conselhos de administração é de 14,48% com desvio padrão de 16,43%. Sendo assim, a presença de mulheres no conselho de administração é muito baixa. Esse resultado é semelhante ao de Lazzaretti, Piekas e Julkovski (2019) que ao observarem a proporção de mulheres no conselho de administração a encontraram baixa.

Quanto à dualidade, ela é presente em 5,6% das observações. Estudos anteriores mostram que esse é o resultado esperado em âmbito Brasileiro. Por exemplo, Dutra e Ceretta (2023) encontraram que a dualidade estava presente em 8,39% das empresas que compunham sua amostra.

Por meio do coeficiente de correlação possibilitou-se a identificação da relação linear entre as variáveis (Tabela 6). Além disso, a multicolinearidade foi verificada.

Multicolinearidade a qual se refere a duas variáveis explicativa com correlações muito elevadas (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Considerando uma correlação (quase) perfeita (próxima ou) igual a 1 entre duas variáveis explicativas, não haveria necessidade de proceder com ambas. Nenhuma variável apresentou tal característica, não havendo demanda de suprimir variáveis.

Correlações significativas se deram a nível de 10% havendo correlação negativa entre severidade das perdas e tempo de recuperação, de acordo com os resultados também de Xia, Qiao e Xie (2022). A severidade mostrou-se correlacionada também com a concentração acionária (+), a presença de múltiplos *blockholders* (-), propriedade governamental (+), tamanho do conselho de administração (+) e conselheiros independentes (-). Ou seja, o tempo de recuperação, a presença de múltiplos *blockholders* e a proporção de conselheiros independentes apesar de não fazerem o mesmo movimento àquele da severidade nas perdas das ações, têm uma relação em que quando há mais conselheiros independentes, por exemplo, a severidade tende a diminuir e juntamente a ela, a resiliência financeira. Vale lembrar que a severidade aqui é uma medida que se encontra negativa e ajustada a -1, sendo que quanto mais próximo o valor a -1, maior a resiliência.

**Tabela 6-** Matriz de Correlação

Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1) SEV	1															
(2) TR	-0,365*	1														
(3) CONC	0,224*	-0,166*	1													
(4) BLOCK	-0,113*	0,107	-0,472*	1												
(5) PROP	0,081*	-0,098	0,147*	-0,106*	1											
(6) FAM	-0,007	0,008	0,025	0,133*	-0,330*	1										
(7) REM	-0,053	-0,058	-0,288*	0,148*	-0,039	-0,061	1									
(8) TCA	0,126*	-0,102	-0,130*	0,038	0,299*	-0,277*	0,298*	1								
(9) IND	-0,138*	0,068	-0,474*	0,315*	0,005	-0,116*	0,274*	0,080*	1							
(10) DUA	-0,014	-0,019	0,132*	0,016	-0,022	0,02	-0,051	-0,128*	-0,195*	1						
(11) ME	0,058	0,046	-0,022	-0,116*	-0,043	-0,058	0,089*	0,134*	0,008	-0,033	1					
(12) TE	-0,009	-0,11	0,049	0,132*	-0,193*	0,211*	-0,061	-0,113*	-0,122*	0,169*	0,01	1				
(13) EF	0,037	0,052	-0,072*	0,045	0,170*	-0,158*	0,054	0,181*	0,132*	-0,021	0,001	-0,116*	1			
(14) ID	0,043	-0,141	0,121*	0,023	0,04	0,037	0,045	0,068*	-0,094*	0,174*	0	0,425*	-0,034	1		
(15) TAM	0,046	-0,058	0,017	0,032	0,036	0,047	0,086*	0,043	0,089*	-0,023	-0,019	-0,042	0,068*	-0,033	1	
(16) ALAV	-0,125*	-0,038	0,002	-0,005	-0,099*	0,006	0,078*	-0,047	0,041	0,113*	-0,084*	-0,026	0,068*	-0,018	-0,081*	1

**Fonte:** elaborado pelas autoras.

Feitas as principais análises estatísticas descritivas, foi realizada a decomposição de variância. Ao tratar de dados em painel, é preciso lembrar que as variáveis podem variar simultaneamente ao longo do tempo e entre os indivíduos, as chamadas variações *within* e *between* respectivamente (FÁVERO, 2013). Ainda, há a variação *overall* que representa a discrepância existente em determinado dado de uma empresa num instante de tempo em relação aos demais dados daquela mesma variável na base inteira (FÁVERO; BELFIORE, 2017), a qual foi apresentada e discutida anteriormente mediante a Tabela 5.

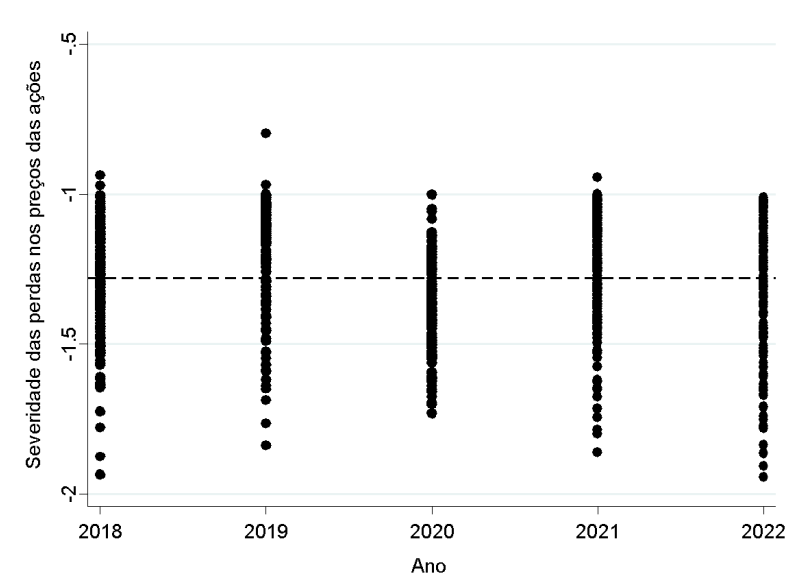
Assim, pela importância de identificar as variações (d)entre empresas e tempos, foi realizada a decomposição da variância nas variáveis que estão apresentadas detalhadamente na Tabela 7. Para essa análise, os valores referentes à remuneração, tamanho do conselho de administração, *tenure* e idade do diretor assim como tamanho organizacional foram convertidos em logaritmo.

Pelas análises de variância serem entre os indivíduos (*between*) e ao longo do tempo (*within*) é que o ano é invariante na análise *between* e a empresa é invariante na análise *within*.

Quanto à resiliência financeira, antes de adentrar na análise das variâncias *within* e *between*, é válido ainda observar de forma geral (*overall*) a resiliência em cada período de análise (2018 a 2022) para cada empresa em relação à média geral (reta tracejada). A partir do Gráfico 2, que faz ilustração à análise *overall* de resiliência medida pela severidade das perdas, identifica-se que o ano 2020 é aquele mais concentrado apresentando poucas empresas que apresentam valores distantes do restante. Vale apontar também que segundo o Gráfico 2, identificam-se empresas com valores abaixo de -1,5, ou seja, com mais de 50% de perda no valor das suas ações. Além disso, os anos 2020 e 2022 são aqueles em que nenhuma empresa observada ultrapassa o valor -1 (sem perdas).



**Gráfico 2-** Resiliência de cada empresa em cada ano



Fonte: elaborado pelas autoras

Segundo a decomposição da variável, verifica-se que as variações *within* são maiores que *between*, ou seja, as variações ao longo do tempo são maiores que as mudanças entre as empresas. Esse resultado era o esperado, uma vez que durante a pandemia houve uma queda repentina dos preços das ações pelas vendas de pânico por parte dos investidores (MAHATA *et al.*, 2021).

Nesse sentido, algumas variáveis independentes também merecem atenção. A concentração acionária, por exemplo, apresenta variações *between* maiores que *within*. Isso demonstra que a variação entre as empresas é maior que aquela ao longo do tempo. O restante das variáveis independentes mostrou variações similares sendo que ao analisá-las entre os indivíduos, apresentaram maiores desvios padrão que ao analisá-las ao longo do tempo.

Isso acontece porque, similarmente à concentração acionária, as empresas não tendem a mudar radicalmente. Por exemplo, as empresas governamentais ou familiares dificilmente serão vendidas. Da mesma forma, a composição do conselho de administração que também tende a seguir normativas empresariais para sua formação e, portanto, é pouco alterada dentro das empresas ao longo do tempo. Por isso, as variáveis independentes seguem um padrão das variações *between* maiores que as *within*- porque as empresas ao longo do tempo tendem a manter seus pressupostos.

**Tabela 7- Decomposição das Variáveis**

Variável		Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
Empresa	overall	95	54,59	1	189	N= 945
	between		54,70	1	189	n= 189
	within		0	95	95	T= 5
Ano	overall	2020	1,41	2018	2022	N= 945
	between		0	2020	2020	n= 189
	within		1,41	2018	2022	T= 5
SEV	overall	-1,28	0,2	-1,94	-0,8	N= 880
	between		0,13	-1,72	-1,03	n= 188
	within		0,15	-1,75	-0,78	T-bar = 4,68
TR	overall	140,26	245,82	0	1095	N= 176
	between		245,82	0	1095	n= 176
	within		0	140,26	140,26	T= 1
COVID	overall	0,4	0,49	0	1	N= 945
	between		0	0,4	0,4	n= 189
	within		0,49	0	1	T= 5
CONC	overall	61,13	24,88	0,01	99,97	N= 945
	between		23,89	11,71	99,97	n= 189
	within		7,14	26,78	105,16	T= 5
BLOCK	overall	0,91	0,29	0	1	N= 945
	between		0,28	0	1	n= 189
	within		0,074	0,11	1,51	T= 5
PROP	overall	0,10	0,30	0	1	N= 945
	between		0,29	0	1	n= 189
	within		0,08	-0,5	0,9	T= 5
FAM	overall	0,49	0,5	0	1	N= 945
	between		0,48	0	1	n= 189

	within		0,14	-0,31	1,29	T= 5
lnREM	overall	14,46	1,16	8,67	17,68	N= 943
	between		1,09	9,23	16,86	n= 189
	within		0,41	9,35	16,57	T-bar= 4,99
lnTCA	overall	1,93	0,39	0,69	3,4	N= 945
	between		0,37	0,99	2,88	n= 189
	within		0,12	1,37	2,89	T= 5
IND	overall	0,32	0,27	0	1,43	N= 945
	between		0,24	0	0,94	n= 189
	within		0,13	-0,24	1,14	T= 5
DUA	overall	0,06	0,23	0	1	N= 945
	between		0,188	0	1	n= 189
	within		0,13	-0,74	0,86	T= 5
ME	overall	0,14	0,16	0	1,2	N= 945
	between		0,15	0	0,92	n= 189
	within		0,07	-0,15	0,65	T= 5
lnTE	overall	1,31	0,88	0	4,29	N= 945
	between		0,73	0,14	3,46	n= 189
	within		0,51	-0,93	3,75	T= 5
EF	overall	1,73	0,81	0	5	N= 945
	between		0,74	0	4,2	n= 189
	within		0,33	-0,67	3,53	T= 5
lnID	overall	3,95	0,19	3,33	4,51	N= 863
	between		0,17	3,4	4,39	n= 181
	within		0,08	3,51	4,38	T-bar= 4,77
lnTAM	overall	15,34	1,9	9,36	22,79	N= 944
	between		1,89	9,95	22,38	n= 189
	within		0,29	13,86	16,73	T= 4,99
ALAV	overall	0,31	0,26	0	3,03	N= 944
	between		0,25	0	2,31	n= 189
	within		0,09	-0,17	1,03	T= 4,99

Fonte: elaborado pelas autoras.

### 4.3 Explorando a resiliência financeira

Essa seção apresenta os resultados da exploração da resiliência financeira como severidade das perdas juntamente aos seus respectivos testes de especificação. Esta pesquisa foi desenvolvida por meio da aplicação da técnica estatística de análise de regressão em painel para estimação da relação entre a resiliência financeira e a governança corporativa. Para determinar qual o melhor modelo para explicar a resiliência financeira, foram estimadas equações de regressão que permitiriam estudar o comportamento dos dados e a relação entre as variáveis, a fim de entender o fenômeno estudado.

Vale dizer que previamente à análise, um novo modelo de resiliência financeira substituiu o proposto anteriormente, uma vez que as variáveis omitidas desta vez foram aquelas que não demonstraram significância alguma em nenhum dos testes anteriores à análise. Assim, o novo modelo de regressão é apresentado na equação 2 a seguir:

$$SEV_{it} = \alpha + \beta_1 CONC_{it} + \beta_2 TCA_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 TE_{it} + \beta_5 COV_{it} + \beta_6 CONTROLE_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

O modelo de regressão por meio dos mínimos quadrados ordinários (MQO), ou seja, o modelo POLS (*Pooled Ordinary Least Squares*) é apresentado na Tabela 8.

**Tabela 8-** Modelo de Regressão

SEV	Coef.	Erro Padrão	t-valor	p-valor	[95% Conf	Interval]	Sig
CONC	0,002	0	5,60	0	0,001	0,002	***
lnTCA	0,042	0,021	1,98	0,048	0	0,083	**
IND	-0,057	0,027	-2,16	0,031	-0,109	-0,005	**
lnTE	0,017	0,007	2,27	0,023	0,002	0,031	**
COVID	-0,045	0,013	-3,54	0	-0,071	-0,02	***
lnTAM	0,017	0,004	3,95	0	0,008	0,025	***
ALAV	-0,09	0,025	-3,67	0	-0,138	-0,042	***
Constant	-1,677	0,059	-28,46	0	-1,793	-1,561	***
Média Var. Dependente			-1,283	Desvio Padrão Var. Dependente			0,198

R <sup>2</sup>	0,123	Número de Observações	879
F-test	17,410	Prob > F	0,000

\*\*\*  $p < ,01$ , \*\*  $p < ,05$ , \*  $p < ,1$

Nota: SEV é a severidade das perdas nos preços das ações; CONC é a concentração acionária; lnTCA é o logaritmo natural do tamanho do conselho de administração; IND é a proporção dos conselheiros independentes; lnTE é o logaritmo natural do *tenure* dos diretores presidentes; COVID representa os anos 2020 e 2021, ou seja, aqueles onde a pandemia da COVID-19 estava presente; lnTAM e ALAV são o logaritmo natural do ativo da empresa e sua alavancagem respectivamente.

Fonte: elaborado pelas autoras

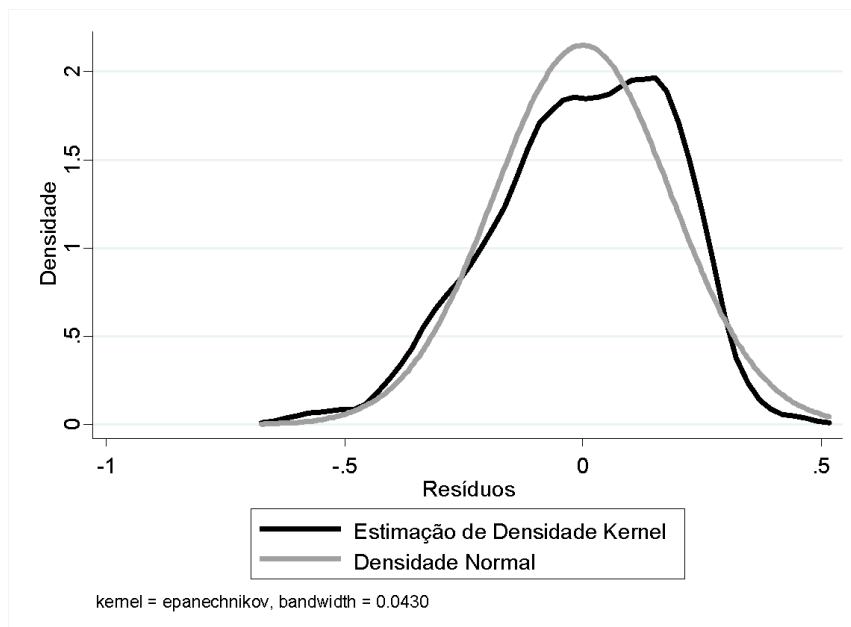
Em uma análise preliminar do modelo de regressão, a estimação parece satisfatória com um coeficiente de determinação R<sup>2</sup> igual a 12,3%, o que significa que aproximadamente 12,3% da variação no comportamento da variável resiliência financeira é explicada pela variação conjunta das variáveis independentes do modelo proposto. Segundo essa análise preliminar, vale constatar que com significância de 1% as variáveis referentes à concentração acionária e COVID, além das variáveis de controle, são aquelas que impactam a resiliência financeira das empresas sendo que nos anos 2020 e 2021, anos severos da pandemia provocada pela COVID-19, a severidade das perdas foi maior conferindo menor resiliência financeira para as empresas brasileiras de capital aberto e que, em âmbito brasileiro, a alta concentração acionária confere maior resiliência financeira em conformidade com os achados de Nashier e Gupta (2020) e Dos Santos (2023).

Entretanto, ao analisar os quatro pressupostos de um modelo de regressão por mínimos quadrados ordinários, observa-se por meio do Teste Shapiro-Francia de normalidade que no modelo acima, os resíduos não apresentam distribuição normal. Os resultados do Teste Shapiro-Francia encontram-se na Tabela 9 assim como no Gráfico 3.

**Tabela 9-** Resultado Teste de Normalidade

Variável	Obs	W'	V'	z	Prob>z
Resíduo	879	0,982	10,861	5,424	0,000

Fonte: elaborado pelas autoras

**Gráfico 3-** Normalidade dos Resíduos

Fonte: elaborado pelas autoras

O segundo pressuposto refere-se à multicolinearidade verificada por meio do VIF (*Variance Inflation Factor*) o qual, idealmente, estaria abaixo de 4 (FÁVERO; BELFIORE, 2017). No caso deste estudo, o valor VIF é igual a 1,270 indicando a não incidência de correlações altas entre as variáveis explicativas (FÁVERO; BELFIORE, 2017) apresentado também na Tabela 10.

**Tabela 10-** *Variance Inflation Factor*

VIF	1/VIF
1,580	0,634
1,570	0,637
1,340	0,746
1,330	0,752
1,030	0,974
1,020	0,981
1,010	0,991

1,270

Fonte: elaborado pelas autoras

Quanto à heterosticidade, ao rejeitar a hipótese nula do teste Breusch-Pagan, verifica-se a existência de violação do pressuposto dos modelos de regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO). Os resultados e a observação da heterocedasticidade podem ser observados na Tabela 11 a seguir.

**Tabela 11-** Resultado do teste Breusch-Pagan

H0: Variância Constante	
Variáveis: valores ajustados de Severidade das Perdas	
chi2(1)	18,77
Prob > chi2	0,00000

Fonte: elaborado pelas autoras

Por fim, analisou-se a autocorrelação dos resíduos por meio do teste de Wooldridge. O resultado encontra-se na Tabela 12, pela qual pode-se observar que se rejeita a hipótese nula, existindo autocorrelação de primeira ordem.

**Tabela 12-** Resultado do teste de Wooldridge

H0: Não há autocorrelação de primeira ordem	
F (1, 171)	18,775
Prob > F	0,00000

Fonte: elaborado pelas autoras

Com o intuito de controlar o efeito *within* na estimação *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), estimou-se o mesmo modelo com Erros-Padrão Robustos com agrupamento por indivíduo, neste caso, empresa. Os resultados são apresentados na Tabela 13 e ao compará-los com a estimação feita previamente sem considerar os Erros-Padrão Robustos, verifica-se que apesar de as mesmas variáveis (concentração acionária, COVID e de controle) todavia estarem impactando na resiliência financeira, aquelas relacionadas ao conselho de administração apresentam diferenças entre os modelos.

O tamanho do conselho de administração, por exemplo, não apresenta relação significativa quanto à resiliência financeira, ao contrário do resultado que ao não considerar os Erros-Padrão Robustos, apontou para uma relação positiva a nível de significância de 5%. No mesmo sentido, o *tenure* cujo resultado apontava para uma

relação positiva a nível de significância de 5%, ao considerar os Erros-Padrão Robustos esse resultado torna-se verdadeiro apenas a nível de significância de 10%.

**Tabela 13-** Estimação POLS com Erros-Padrão Robustos com Agrupamento por Empresa

SEV	Coef.	Erro padrão	t-valor	p-valor	[95% Conf	Interval]	Sig
CONC	0,002	0	4,44	0	0,001	0,002	***
lnTCA	0,042	0,026	1,62	0,107	-0,009	0,093	
IND	-0,057	0,027	-2,10	0,037	-0,111	-0,004	**
lnTE	0,017	0,009	1,88	0,062	-0,001	0,034	*
COVID	-0,045	0,01	-4,58	0	-0,065	-0,026	***
lnTAM	0,017	0,005	3,29	0,001	0,007	0,027	***
ALAV	-0,09	0,034	-2,65	0,009	-0,157	-0,023	***
Constant	-1,677	0,08	-21,04	0	-1,834	-1,52	***
Média Var. Dependente			-1,28		Desvio Padrão Var. Dependente		0,2
	R <sup>2</sup>		0,12		Número de Observações		879
	F-test		14,82		Prob > F		0

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

Nota: SEV é a severidade das perdas nos preços das ações; CONC é a concentração acionária; lnTCA é o logaritmo natural do tamanho do conselho de administração; IND é a proporção dos conselheiros independentes; lnTE é o logaritmo natural do *tenure* dos diretores presidentes; COVID representa os anos 2020 e 2021, ou seja, aqueles onde a pandemia da COVID-19 estava presente; lnTAM e ALAV são o logaritmo natural do ativo da empresa e sua alavancagem respectivamente.

Fonte: elaborado pelas autoras

Ainda, considerando a possível existência de efeitos individuais, estimou-se o modelo por meio dos Efeitos Fixos cujos resultados estão apresentados na Tabela 14. Por meio destes resultados, verifica-se mais uma vez o impacto positivo da concentração acionária, desta vez ao nível de 90% de confiança, e também da COVID que ao contrário da estimação *POLS*, na estimação por Efeitos Fixos aponta para uma relação significativa positiva.

Além disso, através da correlação intraclasse ( $\rho$ ), é possível identificar que 43,2% da variância é decorrente das diferenças existentes entre painéis. Outra informação relevante é a dada pelo coeficiente de ajuste  $R^2$  *overall* igual a 10,5% sendo as variáveis consideradas no modelo explicativas de 10,5% da resiliência financeira.



**Tabela 14-** Estimação por Efeitos Fixos

SEV	Coef.	Erro Padrão	t-valor	p-valor	[95%Conf	Interval]	Sig
CONC	0,001	0,001	1,67	0,095	0	0,003	*
lnTCA	-0,063	0,045	-1,40	0,162	-0,151	0,025	
IND	0,004	0,039	0,10	0,924	-0,074	0,081	
lnTE	0,002	0,011	0,20	0,838	-0,019	0,023	
COVID	0,068	0,019	3,58	0	0,031	0,105	***
lnTAM	-0,006	0,022	-0,27	0,786	-0,049	0,037	
ALAV	-0,144	0,061	-2,36	0,019	-0,264	-0,024	**
2018	0	(omitido)					
2019	0,096	0,017	5,61	0	0,062	0,13	***
2020	-0,16	0,017	-9,55	0	-0,193	-0,127	***
2021	0	(omitido)					
2022	0,001	0,02	0,03	0,98	-0,038	0,039	
Constante	-1,123	0,346	-3,25	0,001	-1,802	-0,444	***
Média Var. Dependente			-1,28		Desvio Padrão Var. Dependente		0,2
R <sup>2</sup> within			0,2		NúmerodeObservações		879
R <sup>2</sup> between			0,02		NúmerodeGrupos		188
R <sup>2</sup> overall			0,11		sigma_u		0,14
F-teste			16,84		sigma_e		0,16
Prob>F			0		rho		0,43

\*\*\* $p < .01$ , \*\* $p < .05$ , \* $p < .1$

Nota: SEV é a severidade das perdas nos preços das ações; CONC é a concentração acionária; lnTCA é o logaritmo natural do tamanho do conselho de administração; IND é a proporção dos conselheiros independentes; lnTE é o logaritmo natural do *tenure* dos diretores presidentes; COVID representa os anos 2020 e 2021, ou seja, aqueles onde a pandemia da COVID-19 estava presente; lnTAM e ALAV são o logaritmo natural do ativo da empresa e sua alavancagem respectivamente.

Fonte: elaborado pelas autoras

Além do modelo de Efeitos Fixos, foi estimado o modelo de Efeitos Fixos robusto, com agrupamento por empresa, apresentados na Tabela 15 e com resultados similares à estimação sem a consideração dos Erros-Padrão Robustos.

**Tabela 15-** Estimação por Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos com Agrupamento por Empresa

SEV	Coef.	Erro Padrão	t-valor	p-valor	[95% Conf Interval]	Sig	
CONC	0,001	0,001	1,95	0,053	0	0,003	*
lnTCA	-0,063	0,058	-1,09	0,278	-0,177	0,051	
IND	0,004	0,038	0,10	0,922	-0,072	0,079	
lnTE	0,002	0,011	0,20	0,842	-0,019	0,024	
COVID	0,068	0,018	3,70	0	0,032	0,104	***
lnTAM	-0,006	0,027	-0,22	0,826	-0,059	0,047	
ALAV	-0,144	0,095	-1,52	0,131	-0,332	0,043	
2018	0	(omitido)					
2019	0,096	0,016	5,89	0	0,064	0,128	***
2020	-0,16	0,015	-10,97	0	-0,189	-0,131	***
2021	0	(omitido)					
2022	0,001	0,023	0,02	0,983	-0,045	0,046	
Constant	-1,123	0,436	-2,58	0,011	-1,982	-0,263	**
Média Var. Dependente			-1,28		Desvio Padrão Var. Dependente		0,2
R <sup>2</sup> within			0,2		Número de Observações		879
R <sup>2</sup> between			0,02		Número de Grupos		188
R <sup>2</sup> overall			0,11		sigma_u		0,14
F-teste			27,68		sigma_e		0,16
Prob>F			0		rho		0,43

\*\*\* $p < 0,01$ , \*\* $p < 0,05$ , \* $p < 0,1$

Nota: SEV é a severidade das perdas nos preços das ações; CONC é a concentração acionária; lnTCA é o logaritmo natural do tamanho do conselho de administração; IND é a proporção dos conselheiros independentes; lnTE é o logaritmo natural do *tenure* dos diretores presidentes; COVID representa os anos 2020 e 2021, ou seja, aqueles onde a pandemia da COVID-19 estava presente; lnTAM e ALAV são o logaritmo natural do ativo da empresa e sua alavancagem respectivamente.

Fonte: elaborado pelas autoras

Por fim, foi estimado o modelo de Efeitos Aleatórios que está apresentado na Tabela 16. Os resultados apontam, a 99% de nível de confiança, que a concentração acionária influencia positivamente a resiliência financeira, de acordo com os modelos anteriores, assim como a variável COVID que impacta negativamente a resiliência

financeira, resultado semelhante ao modelo de estimação POLS. A correlação intraclasse é de 0,176, o que significa que 17,6% da variância que ocorre nos dados é decorrente das diferenças entre painéis. Além disso, o  $R^2$  *overall* é de 12,2% sendo que as variáveis e modelo propostas explicam em 12,2% a resiliência financeira.

**Tabela 16-** Estimação por Efeitos Aleatórios

SEV	Coef.	Erro Padrão	z	P>  z	[95% Conf	Interval]	Sig
CONC	0,002	0	4,75	0	0,001	0,002	***
lnTCA	0,034	0,025	1,35	0,176	-0,015	0,083	
IND	-0,046	0,03	-1,56	0,119	-0,105	0,012	
lnTE	0,016	0,008	1,93	0,054	0	0,031	*
COVID	-0,045	0,012	-3,86	0	-0,068	-0,022	***
lnTAM	0,017	0,005	3,22	0,001	0,007	0,027	***
ALAV	-0,095	0,03	-3,20	0,001	-0,154	-0,037	***
Constant	-1,666	0,074	-22,55	0	-1,811	-1,521	***
Média Var. Dependente			-1,28		Desvio Padrão Var. Dependente		0,2
Chi2			83,82		Número de Observações		879
$R^2$ <i>overall</i>			0,12		Número de grupos		188
$R^2$ <i>within</i>			0,03		Prob > chi2		0
$R^2$ <i>between</i>			0,25		Sigma_u		0,08
Rho			0,18		Sigma_e		0,17

\*\*\*  $p < ,01$ , \*\*  $p < ,05$ , \*  $p < ,1$

Nota: SEV é a severidade das perdas nos preços das ações; CONC é a concentração acionária; lnTCA é o logaritmo natural do tamanho do conselho de administração; IND é a proporção dos conselheiros independentes; lnTE é o logaritmo natural do *tenure* dos diretores presidentes; COVID representa os anos 2020 e 2021, ou seja, aqueles onde a pandemia da COVID-19 estava presente; lnTAM e ALAV são o logaritmo natural do ativo da empresa e sua alavancagem respectivamente.

Fonte: elaborado pelas autoras

De forma complementar, realizou-se o teste por Efeitos Aleatórios robusto cujo resultado está disposto na Tabela 17.

**Tabela 17-** Efeitos Aleatórios com Erros-Padrão Robustos com Agrupamento por Empresa

SEV	Coef.	Erro Padrão	z	P>  z	[95% Conf	Interval]	Sig
-----	-------	-------------	---	-------	-----------	-----------	-----

CONC	0,002	0	4,80	0	0,001	0,002	***
lnTCA	0,034	0,025	1,38	0,166	-0,014	0,082	
IND	-0,046	0,027	-1,74	0,082	-0,099	0,006	*
lnTE	0,016	0,008	1,90	0,057	0	0,032	*
COVID	-0,045	0,01	-4,59	0	-0,065	-0,026	***
lnTAM	0,017	0,005	3,31	0,001	0,007	0,027	***
ALAV	-0,095	0,036	-2,63	0,009	-0,167	-0,024	***
Constant	-1,666	0,078	-21,49	0	-1,818	-1,514	***
Média Var. Dependente			-1,28		Desvio Padrão Var. Dependente		0,2
Chi2			100,08		Número de Observações		879
R <sup>2</sup> overall			0,12		Número de grupos		188
R <sup>2</sup> within			0,03		Prob > chi2		0
R <sup>2</sup> between			0,25		Sigma_u		0,08
Rho			0,18		Sigma_e		0,17

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$

Nota: SEV é a severidade das perdas nos preços das ações; CONC é a concentração acionária; lnTCA é o logaritmo natural do tamanho do conselho de administração; IND é a proporção dos conselheiros independentes; lnTE é o logaritmo natural do *tenure* dos diretores presidentes; COVID representa os anos 2020 e 2021, ou seja, aqueles onde a pandemia da COVID-19 estava presente; lnTAM e ALAV são o logaritmo natural do ativo da empresa e sua alavancagem respectivamente.

Fonte: elaborado pelas autoras

A sumarização dos resultados dos modelos *Pooled Ordinary Least Squares*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios estimados, assim como sua apuração considerando os Erros-Padrão Robustos clusterizados por empresa estão apresentados na Tabela 18. As colunas (1) e (2) ilustram os resultados obtidos por meio da estimação *POLS* e *POLS* robusto respectivamente. As colunas (3) e (4) apresentam os resultados da regressão por Efeitos Fixos sem os Erros-Padrão Robustos e com eles. Da mesma forma, as colunas (5) e (6) apresentam os resultados da estimação por Efeitos Aleatórios sem e com a consideração de Erros-Padrão Robustos respectivamente.

**Tabela 18-** Modelos de dados em painel

Variável	POLS (1)	POLS_Rob (2)	EF (3)	EF_Rob (4)	EA (5)	EA_Rob (6)
CONC	0,0017***	0,0017***	0,0013*	0,0013*	0,0017***	0,0017***

lnTCA	0,0418**	0,042	-0,063	-0,063	0,034	0,034
IND	-0,0572**	-0,0572**	0,004	0,004	-0,046	-0,046*
lnTE	0,0165**	0,0165*	0,002	0,002	0,0156*	0,0156*
COVID	-0,0455***	-0,0455***	0,0680***	0,0680***	-0,0453***	-0,0453***
lnTAM	0,0168***	0,0168***	-0,006	-0,006	0,0169***	0,0169***
ALAV	-0,0902***	-0,0902***	-0,1443**	-0,144	-0,0955***	-0,0955***
ANO						
2019			0,0959***	0,0959***		
2020			-0,1600***	-0,1600***		
2021			(omitido)	(omitido)		
2022			0,001	0,001		
_cons	-1,6769***	-1,6769***	-1,1228***	-1,1228**	-1,6659***	-1,6659***
N	879	879	879	879	879	879
R <sup>2</sup>	0,12	0,12	0,2	0,2		
R <sup>2</sup> Overall			0,11	0,11	0,12	0,12
R <sup>2</sup> Between			0,02	0,02	0,25	0,25
R <sup>2</sup> Within			0,2	0,2	0,03	0,03
F	17,41	14,82	16,84	27,68		
Chi <sup>2</sup>					83,82	100,08
Sigma_u			0,13	0,13	0,08	0,08
Sigma_e			0,15	0,15	0,17	0,17
Rho			0,43	0,43	0,18	0,18

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$

Nota: CONC é a concentração acionária; lnTCA é o logaritmo natural do tamanho do conselho de administração; IND é a proporção dos conselheiros independentes; lnTE é o logaritmo natural do *tenure* dos diretores presidentes; COVID representa os anos 2020 e 2021, ou seja, aqueles onde a pandemia da COVID-19 estava presente; lnTAM e ALAV são o logaritmo natural do ativo da empresa e sua alavancagem respectivamente.

Fonte: elaborado pelas autoras

Observa-se que as variáveis referentes à concentração acionária e a COVID-19 são significativas em todos os modelos estimados. Enquanto isso, o tamanho do conselho de administração somente apresenta ser significativo no modelo POLS, não indicando relação com a resiliência financeira nas demais estimativas. As variáveis *tenure* e de controle (tamanho e alavancagem) têm relação significativa com a

resiliência financeira segundo os modelos POLS, POLS robusto e Efeitos Aleatórios e Efeitos Aleatórios Robustos. Quanto à variável referente à independência do conselho, ela é significativa nos modelos POLS, POLS robusto e Efeitos Aleatórios Robustos. A seguir, os testes de especificação dos modelos são apresentados para comparação dos estimadores dados por meio dos modelos *Pooled Ordinary Least Squares*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios.

#### 4.3.1 Testes de especificação

Com o intuito de comparar os estimadores obtidos pelos modelos *Pooled Ordinary Least Squares*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios foram realizados os testes de especificação dos modelos, ou seja, os testes de Chow, de Breusch Pagan e de Hausman cujos resultados são apresentados na Tabela 19.

**Tabela 19-** Testes de Especificação do Modelo de Regressão

Teste	Hipótese	p-valor
	H0- <i>pols</i>	0,0000
Teste de Chow	<b>H1- efeitos fixos</b>	
	H0- <i>pols</i>	0,0000
Teste de LM Breusch-Pagam	<b>H1- efeitos aleatórios</b>	
	H0- efeitos fixos	0,0000
Teste de Hausman	<b>H1- efeitos aleatórios</b>	

Fonte: elaborado por Dalcero e Hoffman (2022) e ajustado pelas autoras segundo dados da pesquisa

Segundo dados apresentados na Tabela 19, constata-se que, primeiramente, em relação ao teste F de Chow rejeita-se a hipótese nula de que todos os efeitos individuais  $a_i$  das empresas sejam iguais a zero (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Sendo assim, entre os modelos de estimação POLS e Efeitos Fixos, o mais adequado é o último. Em seguida, segundo o teste LM de Breusch Pagan, rejeita-se a hipótese nula e, portanto, observa-se que ocorrem diferenças entre as empresas da amostra (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Ou seja, o modelo de estimação por Efeitos Aleatórios é preferível em relação ao modelo POLS.

Desta forma, foi feito o teste de Hausman para verificar qual dos modelos anteriormente aceitos (efeitos fixos e efeitos aleatórios) é o mais adequado. Ao rejeitar a

hipótese nula de que o modelo por Efeitos Fixos seja preferível, o modelo de Efeitos Aleatórios apresenta-se como o mais adequado.

#### 4.4 A estabilidade da resiliência financeira

Considerando que os testes anteriores apontaram o modelo de Efeitos Aleatórios como o mais adequado para análise e a fim de corrigir os problemas de heterosticidade verificado por meio do teste Breusch-Pagan e de autocorrelação verificada por meio do teste de Wooldridge adota-se o modelo de Efeitos Aleatórios com Erros-Padrões Robustos (DALCERO; HOFFMAN, 2022; FÁVERO; BELFIORE, 2017) para análise da resiliência financeira e sua relação com mecanismos de governança corporativa. Os resultados deste teste encontram-se na Tabela 20 e seguem o modelo 3 a seguir onde a variável referente ao tamanho do conselho de administração foi retirada uma vez que não apresentou significância.

$$SEV_{it} = \alpha + \beta_1 CONC_{it} + \beta_2 IND_{it} + \beta_3 TE_{it} + \beta_4 COV_{it} + \beta_5 CONTROLE_{it} + \varepsilon$$

(3)

**Tabela 20-** Estimação por Efeitos Aleatórios Robustos

SEV	Coef.	Erro Padrão	z	P>  z	[95% Conf	Interval]	Sig
CONC	0,002	0	4,63	0	0,001	0,002	***
IND	-0,05	0	-1,85	0,064	-0,1	0,003	*
lnTE	0,015	0	1,84	0,067	-0	0,03	*
COVID	-0,05	0	-4,74	0	-0,07	-0,03	***
lnTAM	0,021	0	4,71	0	0,012	0,029	***
ALAV	-0,1	0	-2,83	0,005	-0,17	-0,03	***
Constant	-1,65	0	-21,5	0	-1,8	-1,499	***
Média Var. Dependente		-1,283			Desvio Padrão Var. Dependente		0,2
Chi2		96,90			Número de Observações		879
R <sup>2</sup> overall		0,12			Número de grupos		188
R <sup>2</sup> within		0,03			Prob > chi2		0
R <sup>2</sup> between		0,23			Sigma_u		0,08
Rho		0,18			Sigma_e		0,17

---

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

Nota: SEV é a severidade das perdas nos preços das ações; CONC é a concentração acionária; lnTCA é o logaritmo natural do tamanho do conselho de administração; IND é a proporção dos conselheiros independentes; lnTE é o logaritmo natural do *tenure* dos diretores presidentes; COVID representa os anos 2020 e 2021, ou seja, aqueles onde a pandemia da COVID-19 estava presente; lnTAM e ALAV são o logaritmo natural do ativo da empresa e sua alavancagem respectivamente.

---

Fonte: elaborado pelas autoras

Ao avaliar a governança corporativa e o seu impacto na resiliência financeira, um dos indicadores que se mostrou fundamental para o exame desta é a estrutura de propriedade (LIANG *et al.*, 2016) avaliada na presente pesquisa afim de alcançar o primeiro objetivo específico colocado de analisar a relação entre a estrutura de propriedade e a resiliência financeira. Neste estudo, variáveis como a natureza da propriedade (familiar ou governamental) e a presença de múltiplos *blockholders* não mostraram significância alguma e foram retirados do modelo inicialmente proposto. Essa é uma característica dos modelos de governança que são marcados pela concentração acionária no mercado brasileiro (DOS SANTOS, 2023; FREITAS *et al.*, 2020).

Assim, enquanto as hipóteses 1b, 1c e 1d referentes à presença de múltiplos *blockholders*, e os controles governamental e familiar respectivamente foram rejeitadas, a hipótese 1a foi aceita considerando que a concentração acionária afeta a resiliência financeira positivamente a nível de 99% de confiança. Ou seja, quanto maiores os níveis de concentração acionária, maiores serão os níveis de resiliência financeira. Tais resultados são corroborados pelos estudos de Nashier e Gupta (2023) e Dos Santos (2023), sendo que os primeiros atribuem essa relação à redução dos custos de agência devido à alta concentração acionária considerando que os principais *blockholders* monitoram a gestão melhorando o desempenho financeiro e de mercado. No mesmo sentido, é possível que os investidores durante períodos turbulentos e de crise confiem mais em empresas cujo controle está concentrado uma vez que na presença da concentração acionária, o(s) acionista(s) majoritário(s) pode(m) interferir e assumir o monitoramento sobre a gestão (NASHIER; GUPTA, 2023; FREITAS *et al.*, 2020) não arriscando parte de seu patrimônio e objetivando retornos positivos.

Para atender o segundo objetivo específico, estudaram-se as características dos diretores presidentes (CEOs). Neste caso, somente o *tenure* do diretor presidente apresentou relação (positiva) com a resiliência financeira. O *tenure* dos CEOs afeta positivamente e a nível de 90% de confiança a resiliência financeira, sendo que quanto



mais tempo o CEO ocupa o cargo, melhor a resiliência financeira da empresa em que ele/a atua. Esse resultado se soma com os de Pan *et al.* (2015) que atribuíram tal achado à confiança dos investidores nos CEOs que ao longo do tempo mostraram suas habilidades em criar valor. Isso reflete no mercado uma vez que os investidores confiam em diretores presidentes mais experientes para liderar durante a crise.

Cabe ainda destacar que a nível de 99% de confiança a variável COVID tem significância estatística apresentando relação negativa com a resiliência financeira. Esse resultado era esperado uma vez que nos anos de crise a resiliência financeira das empresas foi testada. As empresas foram desafiadas a sobreviver a condições de incerteza (ŽUPERKIENĖ *et al.*, 2021), sofrendo adversidades constantes e sem previsão de melhoria o que, principalmente no cenário brasileiro, no qual a população não dispunha de poder aquisitivo (SOUZA; CARRARO; PINHEIRO, 2022) teve graves consequências como o encerramento das atividades de diversas empresas. Do ponto de vista do investidor (que tem papel importante nessa pesquisa), durante a pandemia eles venderam em pânico suas ações provocando juntamente à queda repentina no preço das ações (MAHATA *et al.*, 2021) a instabilidade no mercado estudada aqui como a severidade das perdas nos preços das ações.

O conselho de administração tem papel fundamental na governança corporativa pela sua função de monitoramento da gestão, entre outros (LI *et al.*, 2022; ARÉVALO-ALEGRÍA; ACUÑA-DUARTE; KING-DOMÍNGUEZ, 2020; WONG; LEE; CHANG, 2017; FREITAS *et al.*, 2020), por isso o terceiro objetivo específico desta dissertação se referia a relação das características do conselho de administração e a resiliência financeira. Considerando os resultados referentes à concentração acionária que apresenta ser alta (média de 61,13%) e o fato de que esta característica possa implicar na substituição de algumas funções do conselho de administração para o(s) controlador(es) (FREITAS *et al.*, 2020) é que possivelmente algumas características do conselho como a presença de mulheres (variável retirada do modelo inicial) e o tamanho do conselho em si não demonstraram relação significativa com a resiliência financeira. A composição do conselho de administração mostrou-se relevante com significância a nível de 10% quanto à sua independência.

A independência do conselho apesar de ser considerada uma boa prática de governança corporativa (BEM REJEB; BERRAIES; TALBI, 2020) afeta, segundo resultados da pesquisa, negativamente a resiliência financeira em consistência com os estudos de Dani *et al.* (2017) e Lazzaretti *et al.* (2019). Dani *et al.* (2017) ao

apresentarem os achados do seu estudo, defendem que a relação negativa entre essas variáveis se deve pelos atritos entre os conselheiros independentes e internos, o que reflete na ineficiência da tomada de decisão (GAUR; BATHULA; SINGH, 2015; DANI *et al.*, 2017). Os resultados podem estar alinhados com os de Lazzaretti *et al.* (2019) por sua vez rejeitaram sua hipótese de que proporção de conselheiros independentes influencia positivamente no desempenho da firma, não detectando significância entre as variáveis e apresentaram a visão de Singh e Gaur (2009) de que em economias emergentes (como é o caso do Brasil) a perspectiva de que um conselho independente atribui ganhos/melhor desempenho pode não se sustentar.

Por fim, as variáveis tamanho e alavancagem empresarial também a nível de 99% de confiança apresentaram relações positiva e negativa respectivamente. Esses resultados indicam que o estado contábil e financeiro das organizações reflete em sua resiliência financeira. Ding *et al.* (2021) em seus resultados também encontraram que empresas com finanças mais sólidas antes de um período de crise (mais dinheiro e crédito não utilizados, menos dívida total e de curto prazo e lucros maiores) apresentam melhores níveis de resiliência financeira. Quanto maior o tamanho em termos de ativo da empresa, maior resiliência financeira da empresa, enquanto quanto maior a alavancagem da empresa, menor sua resiliência financeira. A sumarização dos resultados está no Quadro 4 a seguir.

**Quadro 4- Síntese das hipóteses do estudo**

Hipótese	Resultado
H1a: A concentração acionária afeta a resiliência financeira.	Não Rejeita
H1b: A presença de múltiplos blockholders afeta a resiliência financeira.	Rejeita
H1c: A propriedade governamental afeta a resiliência financeira.	Rejeita
H1d: A propriedade familiar afeta a resiliência financeira.	Rejeita
H2a: O tamanho do conselho impacta a resiliência financeira.	Rejeita
H2b: A independência do conselho afeta a resiliência financeira.	Não Rejeita

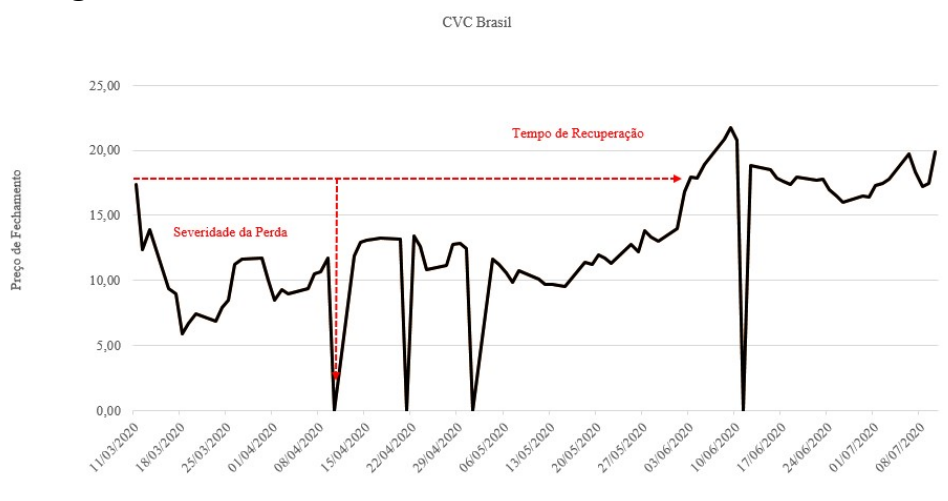
H2c: As mulheres conselheiras afetam a resiliência financeira.	Rejeita
H3: A remuneração de executivos afeta a resiliência financeira.	Rejeita
H4a: A dualidade afeta a resiliência financeira.	Rejeita
H4b: O tenure dos diretores presidentes afeta a resiliência financeira.	Não Rejeita
H4c: A idade dos diretores presidentes afeta a resiliência financeira.	Rejeita
H5: O nível de educação formal dos diretores presidentes afeta a resiliência financeira.	Rejeita

Fonte: elaborado pela autora

#### 4.5 A flexibilidade da resiliência financeira

DesJardine, Bansal e Yang (2019) defenderam que há duas dimensões quanto à resiliência, sendo a primeira a da estabilidade previamente analisada por meio da severidade das perdas. A segunda dimensão da resiliência é a flexibilidade, a qual os autores avaliam pelo tempo de recuperação. A fim de adentrar-se nessa dimensão, propõe-se sua análise, desta vez, por setor considerando que cada um deles sofreu diferentes impactos durante a crise provocada pela propagação da COVID-19 em 2020 (MAHATA *et al.*, 2021; MAZUR; DANG; VEGA, 2021) e alcançando o quarto objetivo específico desta pesquisa referente à análise da relação entre os setores da economia e a resiliência financeira.

A variável Tempo de Recuperação (TR) foi medida pelo número de dias que determinada empresa levou para voltar ao preço inicial (pré-crise, nesse caso 11 de março de 2020) das ações. Fez-se esse procedimento e análise para cada empresa e posteriormente, calculou-se a média do setor. Com o intuito de exemplificar, analisou-se a empresa com maior severidade das perdas (isto é, a CVC Brasil) separadamente. Seus resultados encontram-se na Figura 4 a seguir.

**Figura 4-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira da CVC Brasil

Fonte: elaborada pelas autoras.

Como observa-se na Figura 4, a empresa até sua recuperação em 84 dias, sofreu três severas quedas. Após a recuperação no preço de fechamento ocorreu mais uma queda significativa. Essa oscilação posterior não é capturada pelas variáveis de severidade da perda e tempo de recuperação que seguem a lógica do *bouncing back* empresarial. Assim como no caso desta empresa, fez-se a mesma análise para os 19 setores presentes na pesquisa considerando a média dos preços de fechamento e dias até a recuperação das empresas que compõem determinado setor.

O setor que, em média, sofreu mais durante a crise da COVID-19 foi o “Outros” o qual inclui empresas que não se encaixam no restante dos setores dispostos no Economática® e, portanto, adota empresas de diversos ramos empresariais. Nesse setor, como pode-se observar na Figura 5, não houve recuperação durante os primeiros 8 meses da pandemia, o que o diferencia do restante dos setores observados que se recuperaram neste período de tempo. Observa-se ainda que a maior queda no setor ocorreu no 2º mês de pandemia e que após esta, o mesmo não sofreu outras quedas severas indicando que apesar do setor não ter se recuperado ele se manteve.

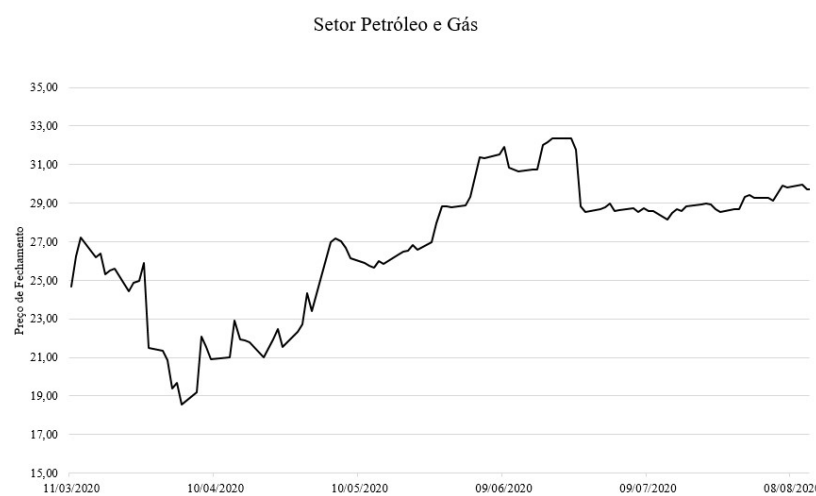
**Figura 5-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Outros

Fonte: elaborado pelas autoras

Por outro lado, o setor Petróleo e Gás não sofreu impacto imediato da pandemia registrando uma melhoria nos preços das ações durante os primeiros dias e registrando perdas significativas somente cerca do primeiro mês de pandemia, mais especificamente no dia 03 de abril de 2020. Após esta data o setor se mostrou mais resiliente não somente se recuperando rapidamente como também registrando valores mais altos de preços comparados ao período “pré-pandêmico”. Esses resultados são contrários àqueles de Mazur, Dang e Vega (2021) que apontaram o setor como um daqueles que mais sofreu os impactos negativos da pandemia e de Avelar *et al.* (2022) que encontraram o setor incapaz de se recuperar de suas perdas. Avelar *et al.* (2022) ao observarem o setor quanto aos ganhos e perdas em seu valor de mercado, verificaram que no segundo trimestre de 2020 o setor teve ganhos após a queda no primeiro trimestre de 2020, porém no terceiro trimestre daquele ano o setor apresentou novas perdas.

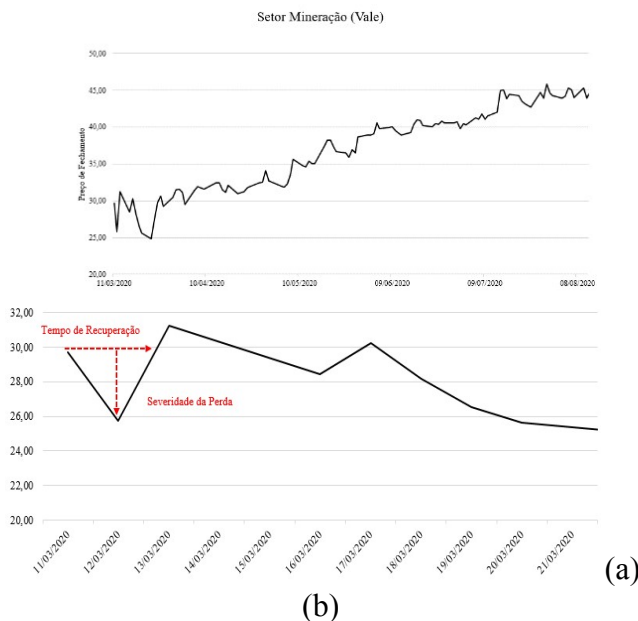
No presente estudo o resultado contrário pode indicar que apesar das empresas do setor oscilarem no primeiro ano de pandemia em termos de valor de mercado, o mesmo não se refletiu no valor das ações. Ou seja, enquanto as empresas do setor tentavam se ajustar à nova realidade, o mercado de ações não desvalorizou o setor.

**Figura 6-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Petróleo e Gás



Fonte: elaborado pelas autoras

Na base de dados desta dissertação, há dois setores com somente uma empresa em cada setor. Este é o caso do setor de Mineração representado pela empresa Vale S.A. e do setor de Eletroeletrônicos representado pela Positivo Tec expostas nas Figuras 7 e 8 respectivamente. O setor de mineração registrou uma queda repentina após a declaração da pandemia da COVID-19. Demonstrou oscilação até seu valor mais severo da perda que ocorreu na primeira quinzena desde 11 de março de 2020. Logo depois dos 15 dias, o setor registrou aumentos em seus preços superando aquele do dia anterior à declaração da pandemia. Assim como em Avelar *et al.* (2022), os resultados demonstram que o setor é um dos que registrou crescimento significativo na segunda metade de 2020.

**Figura 7-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Mineração

Fonte: elaborado pelas autoras

O setor Eletroeletrônicos, por outro lado, se recuperou dentro dos primeiros 3 meses de pandemia, registrando sua maior queda no dia 23 de março de 2020. Após a sua recuperação, o preço de fechamento oscilou durante o restante do período observado, mas sem alcançar o valor mínimo atingido durante a crise.

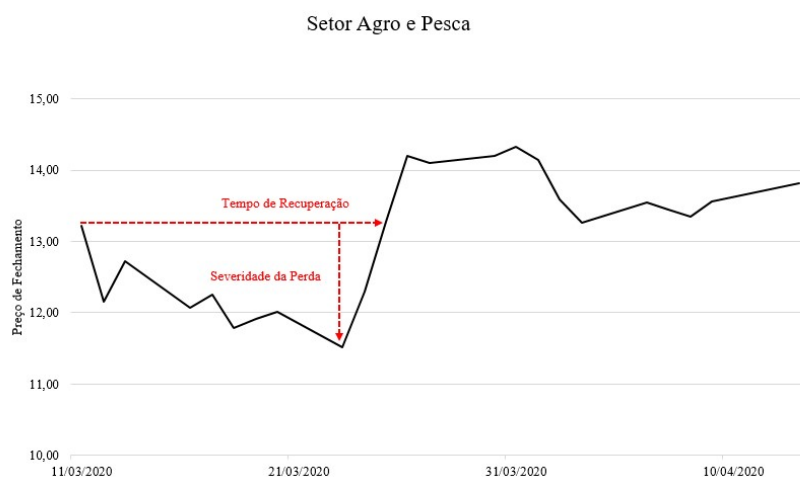
**Figura 8-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Eletroeletrônicos

Fonte: elaborado pelas autoras

O setor de Agro e Pesca, representado por duas empresas, sofreu impactos negativos imediatamente após a declaração da pandemia, porém se recuperou rapidamente (TR=14 dias) superando seu preço das ações anterior à crise. Avelar *et al.* (2022), em termos de valor de mercado, identificaram que o setor foi afetado

negativamente no primeiro trimestre de 2020 pela pandemia, mas se recuperou e se manteve logo após esse período. Isso pode ser justificado pela importância do setor sendo ele parte daqueles que suprem necessidades básicas como a alimentação. Os resultados das dimensões do setor encontram-se na Figura 9.

**Figura 9-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Agro e Pesca



Fonte: elaborado pelas autoras

Outro setor que supre necessidades básicas é o de Alimentos e Bebidas. Avelar *et al.* (2022) encontraram que o setor foi incapaz de se recuperar registrando perdas até o terceiro trimestre de 2020. Por outro lado, Mazur, Dang e Vega (2021) apontaram que o setor registrou aumentos em seu valor das ações. Os resultados da presente pesquisa estão de acordo com o estudo de Mazur, Dang e Vega (2021) e estão expostos na Figura 10 a qual permite verificar que o setor se recuperou após o segundo mês da pandemia. Após este período, os valores dos preços das ações oscilam, mas não alcançam valores de queda severos. O setor, em geral, mostra-se resiliente (TR=68 dias).



**Figura 10-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Alimentos e Bebidas



Fonte: elaborado pelas autoras

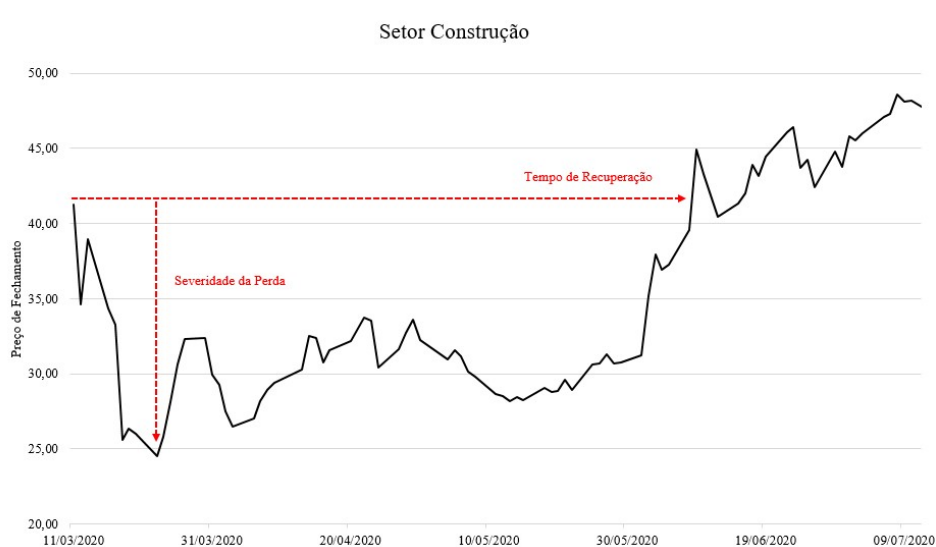
Quanto ao setor do Comércio, este apresenta ser resiliente como observado na Figura 11. O setor sofreu impactos negativos nos primeiros meses da pandemia registrando redução nos preços das ações, porém antes do término do primeiro trimestre de crise, mais especificamente no dia 05 de junho de 2020, ele se recuperou. Além disso, o setor mostra movimentos de superação, resultados os quais corroboram Avelar *et al.* (2022). Cabe comentar que o setor é composto por doze empresas que possam representar necessidades básicas como por exemplo o Carrefour, Dimed, Profarma e Drograria Raia. Essas empresas ligadas a alimentação e cuidados médicos mantiveram suas atividades durante todo o período de pandemia, uma vez que seus produtos/serviços eram essenciais. Sendo assim, parte das empresas que compõem o setor do Comércio, não foram afetadas pelo encerramento das atividades presenciais naquele período, o que pode explicar a rápida recuperação e resiliência do setor.

**Figura 11-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Comércio

Fonte: elaborado pelas autoras

O setor de construção composto por 17 empresas apresentou, durante os primeiros meses da crise, baixas em seu preço das ações se recuperando dentro do primeiro trimestre. O setor levou 89 dias para retornar ao estado e valor inicial dos preços das ações. Apesar de o setor ter se recuperado rapidamente, essa recuperação não foi constante. Os achados corroboram Avelar *et al.* (2022) que encontraram que o setor se recuperou durante o segundo trimestre de 2020 para decair novamente no terceiro. Mazur, Dang e Vega (2021) também encontraram o setor como um daqueles mais vulneráveis durante a pandemia. Esses resultados podem ser consequência das interrupções nas atividades do setor. A Figura 12 expõe esses resultados.

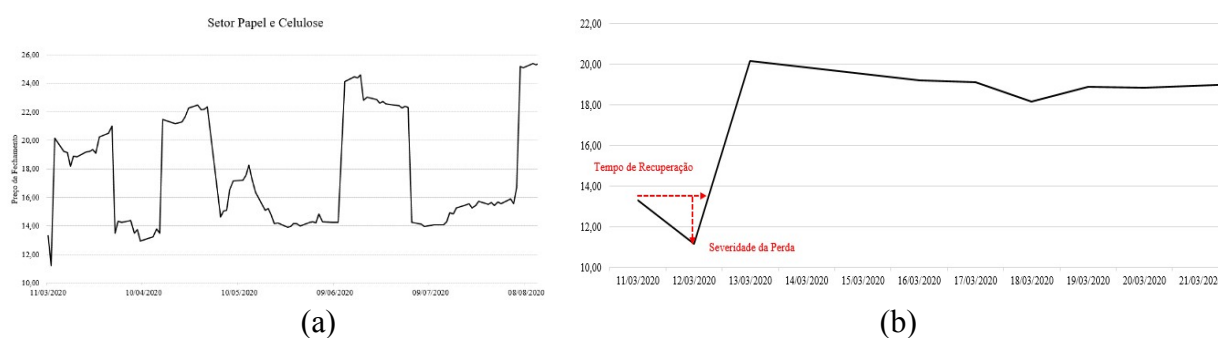
**Figura 12-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Construção



Fonte: elaborado pelas autoras

O setor Papel e Celulose apresenta grandes oscilações durante o período inicial da crise. Apesar do setor ter se recuperado rapidamente e ainda se superado em termos de valor das ações, ele apresenta quedas (assim como aumentos) significativas e constantes. Em geral, o setor é resiliente considerando que tem a habilidade do *bouncing back* e *bouncing forward*. Esse resultado é consistente com os achados de Avelar *et al.* (2022) que, em cenário também Brasileiro, encontraram que o setor cresceu após o primeiro trimestre de 2020.

**Figura 13-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Papel e Celulose

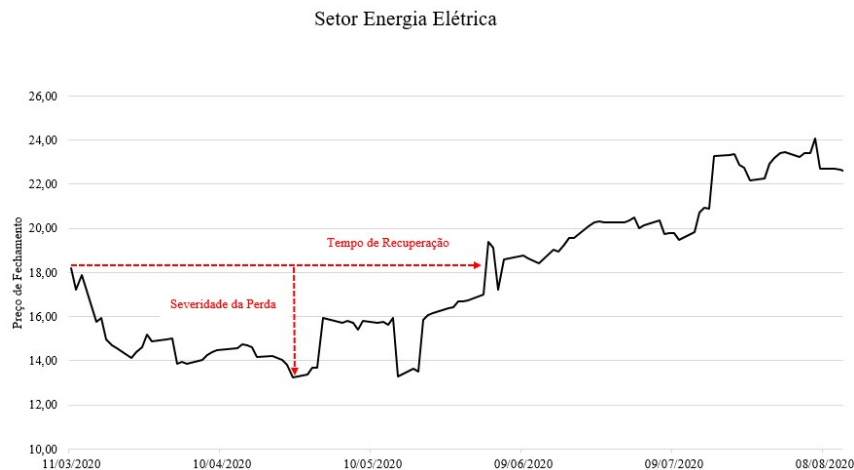


Fonte: elaborado pelas autoras

O setor de Energia Elétrica tem papel importante nas necessidades básicas dos indivíduos e não foi afetado de forma grave pela pandemia. Os resultados presentes na Figura 14 mostram que o setor é resiliente, contrariando Avelar *et al.* (2022). Os resultados demonstram a perda máxima no valor de suas ações de R\$4,95 e exibem

recuperação dentro do primeiro trimestre (TR=82 dias). Além disso, o setor mostra-se estável, se superando gradativamente ao longo dos próximos meses.

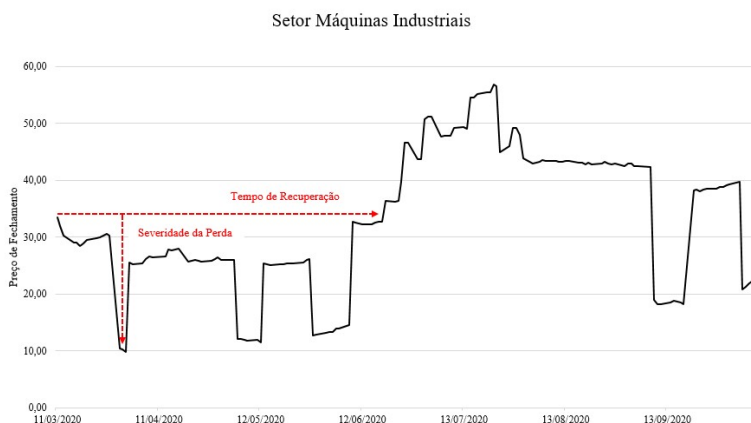
**Figura 14-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Energia Elétrica



Fonte: elaborado pelas autoras

Quanto ao setor de Máquinas Industriais, cujos resultados encontram-se na Figura 15, este se recuperou logo após o fechamento do primeiro trimestre desde a declaração da pandemia. Seguiu essa recuperação uma superação do setor no segundo trimestre a qual apresentou ser efêmera uma vez que no terceiro trimestre de pandemia houve novamente uma queda repentina acompanhada por oscilações no mercado.

**Figura 15-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Máquinas Industriais



Fonte: elaborado pelas autoras

Na Figura 16 estão expostos os resultados das dimensões da resiliência no setor Minerais não Metais o qual apresenta ser flexível tendo se recuperado da queda no valor das ações (TR= 117 dias). Ainda, o setor mostra superação constante indicando sua habilidade para o *bouncing forward* organizacional, apesar deste não poder ser medido e

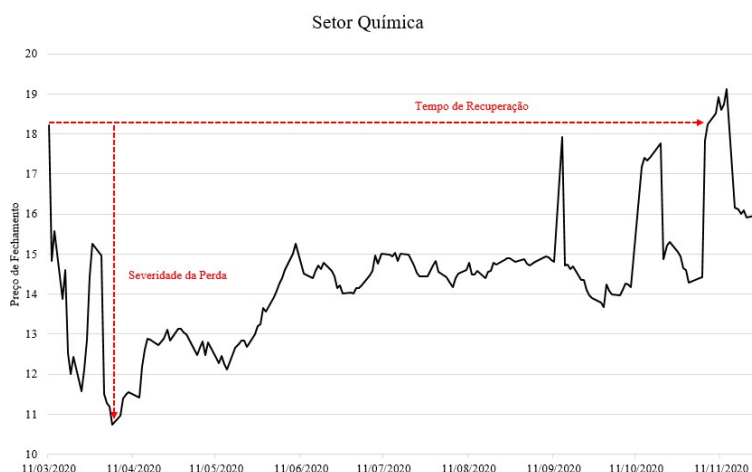
avaliado detalhadamente. Esses resultados estão coerentes com os de Avelar *et al.* (2022) que também encontraram o setor resiliente.

**Figura 16-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Minerais não Metais



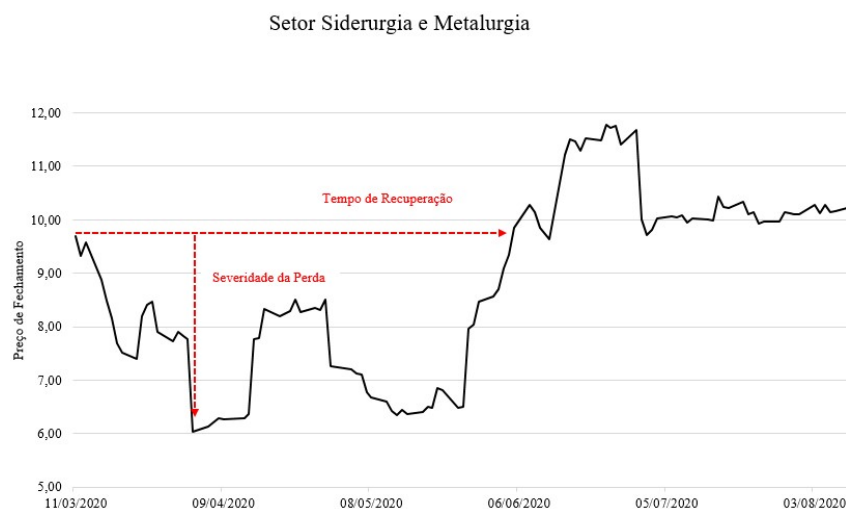
Fonte: elaborado pelas autoras

O setor Química foi um dos setores menos flexíveis, uma vez que sua recuperação se deu somente no terceiro trimestre de crise (TR=235 dias). Este setor composto por cinco empresas apresentou queda repentina e constante durante os primeiros meses desde o início da pandemia apontando para a falta de estabilidade e flexibilidade dele. Além disso, verifica-se após a recuperação no preço das ações a breve ascensão e logo a queda no preço das ações (Figura 17). Apesar disso, Avelar *et al.* (2022) encontraram que o setor Química se recuperou em termos de valor do mercado após o mês de março. Tal resultado pode ser a razão pela qual o setor na presente pesquisa mostra que apesar de suas oscilações faz tentativas e encontra forças para se recuperar.

**Figura 17-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Química

Fonte: elaborado pelas autoras

O setor de Siderurgia e Metalúrgica sofreu pela severidade das perdas no preço das ações três vezes até a recuperação breve antes do fechamento do primeiro trimestre. O setor mostra-se instável e pouco flexível em termos de resiliência financeira, achados contrários àqueles de Avelar *et al.* (2022) que apontam para a recuperação do setor após o primeiro trimestre de 2020. Os resultados da presente pesquisa referentes ao setor de Siderurgia e Metalúrgica estão apresentados na Figura 18.

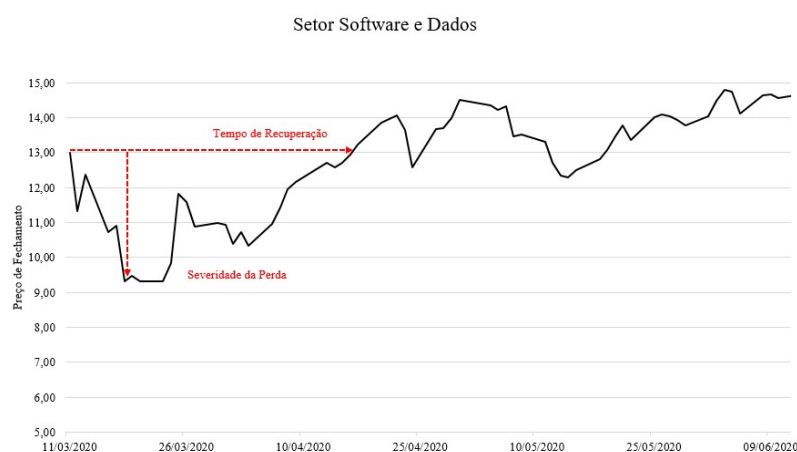
**Figura 18-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Siderurgia e Metalúrgica

Fonte: elaborado pelas autoras

O setor Softwares e Dados, por outro lado, mostrou-se flexível e estável (Figura 19) recuperando-se rapidamente e, após poucas e pequenas recaídas, a partir do dia 18 de maio de 2020 crescendo de forma estável. Esses resultados são refletidos também

nos estudos de Avelar *et al.* (2022) e Mazur, Dang e Vega (2021). Vale comentar que essa resiliência do setor pode ser devido ao fato de que o setor foi um dos responsáveis pela manutenção de atividades comerciais e de serviços. Isso porque, durante a crise, diversas empresas optaram pelo *home office*, dependendo dos sistemas para continuação das atividades. Ainda, é válido mencionar que o setor nesta pesquisa foi representado por três empresas as quais são do Novo Mercado.

**Figura 19-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Software e Dados



Fonte: elaborado pelas autoras

O setor Telecomunicações, composto por três empresas e que em primeira análise ao longo dos 5 anos estudados nesta dissertação tenha sido mostrado como o menos resilientes em termos de severidade das perdas, durante a crise também demonstrou resiliência insatisfatória (TR= 46 dias). De forma semelhante ao setor de Máquinas Industriais, o setor de Telecomunicações também se recuperou rapidamente, se superando durante o segundo trimestre de crise e decaindo no terceiro. Apesar da inicial flexibilidade e superação do setor, ele mostra-se não-resiliente ao longo da crise. Os achados encontram-se na Figura 20 e corroboram aqueles encontrados por Avelar *et al.* (2022).

**Figura 20-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Telecomunicações



Fonte: elaborado pelas autoras

Movimento semelhante àquele do setor Telecomunicações é apresentado também pelo setor Têxtil (Figura 21) que por sua vez se recupera (TR= 96 dias), se supera e decai logo após a recuperação. Resultados semelhantes foram encontrados por Avelar *et al.* (2022) que apontaram para a recuperação do setor no segundo trimestre do ano e a decaída dele (quanto ao valor de mercado) nos próximos dois trimestres.

**Figura 21-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Têxtil

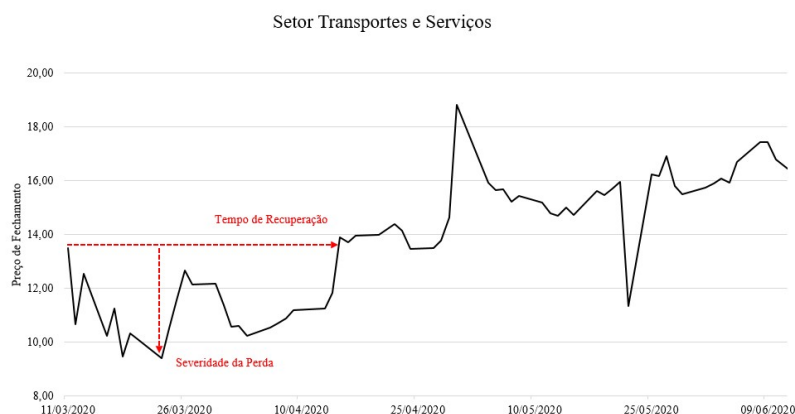


Fonte: elaborado pelas autoras

Quanto ao setor Transportes e Serviços, esse se recupera rapidamente dentro do primeiro trimestre (TR= 35 dias) apresentando uma breve superação seguida por mais uma grande perda no dia 22 de maio de 2020. Logo após, o setor se recupera somente para submeter-se às oscilações constantes do mercado. Este setor, apesar de flexível (se recuperando) não apresenta ser estável.



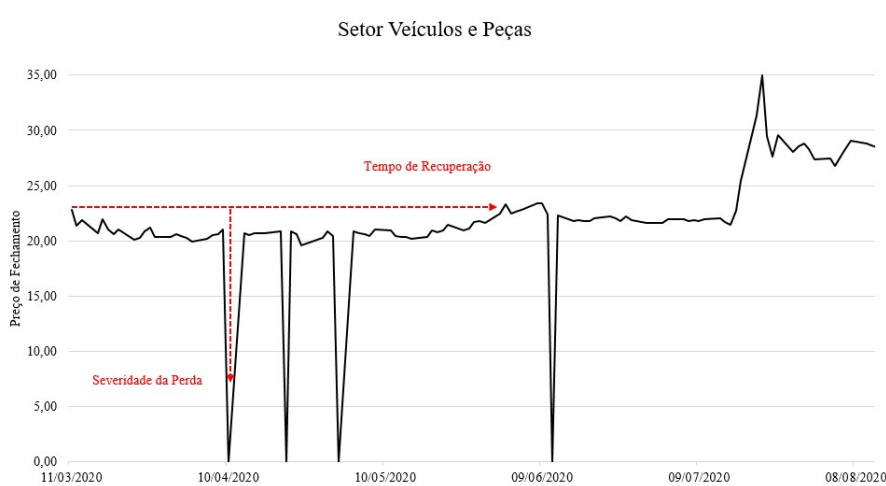
**Figura 22-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Transportes e Serviços



Fonte: elaborado pelas autoras

Por fim, o setor Veículos e Peças apresenta três severas quedas no valor das ações até sua recuperação dentro do primeiro trimestre. Porém, essa recuperação não é definitiva uma vez que o setor ao longo do ano 2020 observados na Figura 23, sofre por mais quatro grandes quedas em seu valor. Como pode ser observado ao longo deste trabalho, o mercado Brasileiro sofreu perdas não somente imediatamente após a declaração da pandemia provocada pela propagação da COVID-19, mas também ao longo dela. Isso é refletido na maioria dos setores aqui discutidos e traz uma preocupação quanto à fixação da resiliência financeira nas empresas Brasileiras.

**Figura 23-** Dimensão Flexibilidade da Resiliência Financeira no Setor Veículos e Peças



Fonte: elaborado pelas autoras

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando o ambiente ambíguo no qual as organizações atuam, a resiliência financeira está em discussão. Entender o que consiste e como construir a capacidade empresarial de suportar e superar-se de choques e crises é essencial. Uma característica que tem surgido como promotora de resiliência financeira é a governança corporativa que por meio de seus mecanismos confere confiabilidade às empresas. Sendo assim, essa dissertação objetivou analisar a relação entre as características governança corporativa e a resiliência financeira das empresas brasileiras de capital aberto. Por características de governança corporativa compreenderam-se a estrutura e propriedade, remuneração, o conselho de administração assim como os diretores e suas particularidades. A fim de atingir o objetivo, adotaram-se modelos econométricos cujas análises foram baseadas em modelos de dados em painel. Para isso, estimaram-se painéis *pooled*, de efeitos fixos e de efeitos aleatórios, sendo o último, e considerando os erros padrões robustos, o mais adequado ao estudo.

As empresas estão distribuídas em 19 setores e 6 segmentos de listagem segundo a definição da base de dados Economática®, sendo o mais frequente o setor “Outros” e o segmento “Novo Mercado”. A severidade das perdas médias ao longo dos 5 anos das 189 empresas observadas é de 28,3% enquanto o tempo médio de recuperação das perdas no preço das ações é de 140,26 dias. Quanto às variáveis de governança corporativa, as empresas estão situadas em uma concentração acionária média de 61,13%, com remuneração média da diretoria estatutária de R\$ 3.317.484,00 e cujos diretores presidentes são em média de 53 anos com *tenure* de 5 anos. O conselho de administração é composto por 7,4 membros e com proporção de 32,12% e 14,48% por membros independentes e conselheiras mulheres respectivamente.

Os resultados permitem ainda observar a variedade de características de resiliência financeira e sua relação com a governança corporativa. Estes apontam, a nível de 99% de confiança, que as variáveis referentes à concentração acionária, a COVID-19 e as de controle (tamanho e alavancagem empresarial) têm significância estatística. A concentração acionária apresenta relação positiva quanto à resiliência financeira apontando que empresas com maior concentração acionária tem maiores níveis de resiliência financeira. Desta forma, a hipótese 1a é aceita sendo que a concentração acionária afeta (positivamente) a resiliência financeira. Esses achados são consistentes com aqueles de Nashier e Gupta (2020) e Dos Santos (2023). Nashier e Gupta (2020) atribuem esse resultado ao fato de que a concentração acionária reduz os

custos de agência uma vez que os *blockholders* monitoram proximamente a gestão, o que por sua vez leva a melhores níveis de desempenho tanto financeiro quanto de mercado. Outro possível fator que pode ter levado a esse resultado é que os investidores minoritários em tempos de crise podem confiar mais em empresas concentradas, uma vez que os principais *blockholders* não irão arriscar grande parte de seu patrimônio e irão trabalhar para alcançar bons resultados.

Quanto à COVID-19, sua relação com a resiliência financeira é negativa. Assim como o esperado, nos anos de crise a resiliência financeira das empresas foi impactada negativamente, uma vez que estas foram desafiadas a sobreviver a condições de incerteza (ŽUPERKIENĖ *et al.*, 2021). Além disso, durante a pandemia os investidores ao vender (em pânico) suas ações acabaram provocando uma queda repentina no preço das ações (MAHATA *et al.*, 2021) causando a grande severidade nas perdas nos preços das ações, variável utilizada para medir a resiliência financeira neste estudo. Portanto, é de se esperar que durante períodos de crise a resiliência financeira das empresas seja impactada negativamente.

As variáveis referentes ao conselho de administração mostraram significância a nível de 10% em termos de independência do conselho e *tenure* do diretor presidente, corroborando as hipóteses 2b e 4b respectivamente. A independência do conselho mostrou relação negativa com a resiliência financeira assim como nos estudos de Dani *et al.* (2017) e Lazzaretti, Piekas e Julkovski (2019). Dani *et al.* (2017) apontam que este resultado se deve pelos atritos entre os conselheiros independentes e internos levando à ineficiência nas tomadas de decisões (DANI *et al.*, 2017; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015). Referente ao *tenure* do diretor presidente, este apresentou relação positiva com a resiliência financeira. Isso pode ser atribuído à confiança dos investidores nos diretores presidentes mais experientes dentro da empresa. Pan *et al.* (2015) afirmam que esse resultado e confiança por parte dos investidores se deve ao fato de que ao longo do tempo, as habilidades dos diretores em criar valor se tornam visíveis e refletem no mercado.

Quanto ao restante das hipóteses, essas foram rejeitadas uma vez que não se observou significância estatística. Sendo assim, a presença de múltiplos *blockholders* (H1b), a propriedade governamental (H1c) e familiar (H1d), o tamanho do conselho de administração (H2a), a presença de mulheres no conselho de administração (H2c), a remuneração (H3), a dualidade (H4a), idade (H4c) e nível de educação formal do diretor presidente (H5) não afetam a resiliência financeira.

Ainda, cada um dos 19 setores observados mostraram tendências e respostas diferentes durante a crise provocada pela COVID-19 quanto à flexibilidade e também quanto à estabilidade dos preços das ações. O setor “outros”, por exemplo, foi aquele que não conseguiu se recuperar dentro dos primeiros meses de pandemia mostrando pouca resiliência quanto à flexibilidade. Por outro lado, o setor “petróleo e gás” apresentou ser o mais resiliente ao estouro da crise.

Essa dissertação apresenta contribuições relevantes não somente no âmbito acadêmico e teórico, como também no âmbito prático e empírico. Primeiramente, quanto às contribuições teóricas, o estudo é pioneiro em avaliar a resiliência financeira em termos de estabilidade e flexibilidade de empresas Brasileiras abrindo novos caminhos e oportunidades para futuras pesquisas. Além disso, o estudo da governança corporativa e sua relação com a resiliência financeira é novo na academia internacional e merece destaque uma vez que a promoção da resiliência financeira, por meio da governança corporativa, pode ser benéfica para os gestores que buscam estratégias de recuperação e superação em períodos de crise. Assim, a verificação desta relação é inovadora para a literatura tanto Brasileira, uma vez que esta é a primeira tentativa nesse âmbito, quanto internacional. As contribuições empíricas giram em torno da importância que a resiliência financeira e sua construção refletem na gestão de riscos e vantagem competitiva que esta pode aferir às empresas. Os gestores, ao conhecerem o que pode conferir às empresas a habilidade de se recuperar e superar em tempos de crise, serão beneficiados ao saber preparar as empresas para a adversidade cada vez mais comum e frequente no cenário em que atuam. Deste modo, os gestores poderão traçar estratégias voltadas a essas habilidades.

Quanto às limitações do estudo, o tempo é uma delas. Devido aos efeitos ainda recentes da pandemia, um período maior de tempo poderia ser estudado considerando mais anos antes e depois de 2020. Neste estudo, a indisponibilidade de dados antes de 2020, principalmente em anos anteriores a 2018, impossibilitou a análise das empresas em um período mais longo. Outra limitação refere-se à operacionalização das variáveis, principalmente as de resiliência financeira, uma vez que os dados estão dispersos e não facilmente operacionais considerando também que essas variáveis são utilizadas pela primeira vez no cenário Brasileiro.

Além disso, a severidade das perdas e o tempo de recuperação, apesar de avaliarem a resiliência financeira quanto à sua estabilidade e flexibilidade, são focadas na perspectiva do *bouncing back*. A perspectiva do *bouncing forward* não foi foco deste

estudo. Ou seja, a resiliência financeira nesta dissertação é abordada como aquela ligada às estratégias e medidas de recuperação, mas não de superação. Vale ainda mencionar que o fato de alguns setores serem compostos por uma ou poucas empresas consiste em uma limitação para o estudo.

Sugere-se que futuros estudos utilizem mais variáveis que possibilitem a avaliação da resiliência em ambas facetas (*bounce back* e *bounce forward*) conjuntamente. Futuros estudos ainda podem concentrar-se em identificar outras características que possam atribuir resiliência financeira nas empresas, entre elas, a própria governança corporativa com a inclusão de outros mecanismos como os externos ou aqueles ligados a características não observáveis dos diretores, por exemplo. Além disso, destaca-se que a aplicação de outros métodos (tanto quantitativos quanto qualitativos) pode ser de grande valia para o aprofundamento no entendimento da resiliência financeira.

## 6 REFERÊNCIAS

AGUIAR, Andson Braga de; PIMENTEL, Renê Coppe. Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 21, n. 4, p. 545–568, 2017.

AGUILERA, Ruth V. *et al.* Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. **The Academy of Management Annals**, [s. l.], v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015.

AHMAD, Gatot Nazir *et al.* The Effect of CEO Characteristics on Firm Performance of Food and Beverage Companies in Indonesia, Malaysia and Singapore. **Quality - Access to Success**, [s. l.], v. 23, n. 186, p. 111–122, 2022.

AHMIC, Azra. Strategic Sustainability Orientation Influence on Organizational Resilience: Moderating Effect of Firm Size. **Business Systems Research**, [s. l.], v. 13, n. 1, p. 169–191, 2022.

ALTARAWNEH, Marwan; SHAFIE, Rohami; ISHAK, Rokiah. CEO characteristics: A literature review and future directions. **Academy of Strategic Management Journal**, [s. l.], v. 19, n. 1, 2020.

AMAL, Mohamed; BLUMENSCHNEIN, Markus; DE VASCONCELLOS, Sílvio Luís. Revista Eletrônica de Negócios Internacionais. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, [s. l.], v. 16, n. 1, p. 1–11, 2021.

AMORE, Alberto; PRAYAG, Girish; HALL, C. Michael. Conceptualizing destination resilience from a multilevel perspective. **Tourism Review International**, [s. l.], v. 22, p. 235–250, 2018.

ANESSI-PESSINA, Eugenio *et al.* Reconsidering public budgeting after the COVID-19 outbreak: key lessons and future challenges. **Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management**, [s. l.], v. 32, n. 5, p. 957–965, 2020.

ARÉVALO-ALEGRÍA, Marcelo; ACUÑA-DUARTE, Andrés; KING-DOMÍNGUEZ, Andrea. Composición del consejo de administración y desempeño financiero en mercados emergentes de América Latina: evidencia para Brasil, Chile y México. **Estudios Gerenciales**, [s. l.], v. 36, n. 156, p. 272–287, 2020.

ARMEANU, Daniel Ștefan *et al.* Approaches on correlation between board of directors and risk management in resilient economies. **Sustainability**, [s. l.], v. 9, 2017.

AVELAR, Ewerton Alex *et al.* Os efeitos da pandemia de COVID-19 no desempenho econômico-financeiro das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da UFSM**, [s. l.], v. 15, n. 3, p. 389–410, 2022.

AVEN, Terje. On Some Recent Definitions and Analysis Frameworks for Risk, Vulnerability, and Resilience. **Risk Analysis**, [s. l.], v. 31, n. 4, p. 515–522, 2011.

AZILA-GBETTOR, Edem M. *et al.* Structural aspects of corporate governance and family firm performance: a systematic review. **Journal of Family Business Management**, [s. l.], v. 8, n. 3, p. 306–330, 2018.

BARBERA, Carmela *et al.* Governmental financial resilience under austerity in Austria, England and Italy: How do local governments cope with financial shocks?. **Public Administration**, [s. l.], v. 95, n. 3, p. 670–697, 2017.

BARROS, Lucas A.B.C. *et al.* Endogeneity in panel data regressions: Methodological guidance for corporate finance researchers. **Revista Brasileira de Gestao de Negocios**, [s. l.], v. 22, n. Special Issue, p. 437–461, 2020.

BEN REJEB, Wajdi; BERRAIES, Sarra; TALBI, Dorra. The contribution of board of directors' roles to ambidextrous innovation: Do board's gender diversity and independence matter? **European Journal of Innovation Management**, [s. l.], v. 23, n. 1, p. 40–66, 2020.

BENAMRAOUI, Abdelhafid *et al.* The effect of block ownership on future firm value and performance. **North American Journal of Economics and Finance**, [s. l.], v. 50, n. September 2017, p. 100982, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.04.025>.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. [S. l.: s. n.], 1932-. ISSN 00081221.

BEUSELINCK, Christof *et al.* The value of government ownership during the global financial crisis. **Journal of Corporate Finance**, [s. l.], v. 42, n. February, p. 481–493, 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.05.002>.

BRANDÃO, Isac De Freitas *et al.* Controle Acionário e Estrutura de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, [s. l.], v. 21, p. 1–28, 2023.

BUENO, Giovana *et al.* Mecanismos Externos de Governança Corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, [s. l.], v. 21, n. 1, p. 120–141, 2018.

BUYL, Tine; BOONE, Christophe; WADE, James B. CEO Narcissism, Risk-Taking, and Resilience: An Empirical Analysis in U.S. Commercial Banks. **Journal of Management**, [s. l.], v. 45, n. 4, p. 1372–1400, 2019.

CAMERON, A. Colin; TRIVEDI, Pravin K. **Microeconometrics methods and applications**. 1. ed. New York: Cambridge University Press, 2005.

CARLUCCI, Daniela. Fostering excellence in business model management in arts and cultural organisations: insights from focus group research across Europe. **Measuring Business Excellence**, [s. l.], v. 22, n. 1, p. 14–30, 2018.

CHESBROUGH, Henry. To recover faster from Covid-19 , open up : Managerial implications from an open innovation perspective. **Industrial Marketing Management**, [s. l.], v. 88, p. 410–413, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2020.04.010>.

COELHO, Marco Aurélio Ferreira. Pandemia e recuperação de empresas: a crise sob enfoque do micro e pequeno empresário. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 1–19, 2021.

COSENTINO, Antonietta; PAOLONI, Paola. Women’s skills and aptitudes as drivers of organizational resilience: An Italian case study. **Administrative Sciences**, [s. l.], v. 11, n. 129, 2021.

COSTA, Lilian; SAMPAIO, Joelson de Oliveira; FLORES, Eduardo Silva. Diversidade de Gênero nos Conselhos Administrativos e sua Relação com Desempenho e Risco Financeiro nas Empresas Familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 23, n. 6, p. 721–738, 2019.

DALCERO, Kátia; HOFFMAN, Valmir Emil. Influência do Desempenho e do

Disclosure das Práticas Environmental, Social and Governance (ESG) na Resiliência Organizacional. *In:* , 2022. **XLVI Encontro da ANPAD- EnANPAD 2022**. [S. l.: s. n.], 2022. p. 0–21.

DANI, A.C. *et al.* Características do Conselho de Administração e o Desempenho Empresarial das Empresas Listadas no Novo Mercado. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 29–47, 2017.

DAROUICHI, Aïda *et al.* CEO tenure: An integrative review and pathways for future research. **Corporate Governance: An International Review**, [s. l.], v. 29, n. 6, p. 661–683, 2021.

DE MOURA, Geovanne Dias *et al.* Influência da Independência do Conselho de Administração no Gerenciamento de Resultados. **Contabilidade, Gestão e Governança**, [s. l.], v. 20, n. 3, p. 370–391, 2017.

DE SOUZA, PAULO VITOR SOUZA CARDOSO, Ricardo Lopes; VIEIRA, Simone Silva da Cunha. DETERMINANTES DA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS E SUA RELAÇÃO COM O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS COMPANHIAS. **Revista Eletrônica de Administração**, [s. l.], v. 23, n. Especial, p. 4–28, 2017.

DE VILHENA, Felipe Augusto Costa; CAMARGOS, Marcos Antônio. Governança Corporativa, Criação De Valor E Desempenho Econômico-Financeiro: Evidências Do Mercado Brasileiro Com Dados Em Painel, 2005-2011. **Revista de Gestão**, [s. l.], v. 22, n. 1, p. 77–96, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5700/rege552>.

DESJARDINE, Mark; BANSAL, Pratima; YANG, Yang. Bouncing Back: Building Resilience Through Social and Environmental Practices in the Context of the 2008 Global Financial Crisis. **Journal of Management**, [s. l.], v. 45, n. 4, p. 1434–1460, 2019.

DIAS, Vitor Fonseca Machado Beling; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes; LOPES, José Eduardo Ferreira. Presença de Mulheres no Conselho de Administração e Retorno de Ações. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, [s. l.], v. 22, p. 1–18, 2023.

DIAS, Pâmela de Souza; SILVA, Higor Vinícius Rodrigues Spineli; MACEDO, Roberta de Cássia. Estatísticas multivariadas na administração: importância e aplicação da análise fatorial exploratória. **Revista Eletrônica de Administração e Turismo**, [s. l.], v. 13, n. 1, p. 1807–1828, 2019.



DING, Wenzhi *et al.* Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 141, n. 2, p. 802–830, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>.

DOS SANTOS, José Éliton. Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, [s. l.], v. 20, n. 2, p. 1780–1806, 2023.

DOUGLAS, Stephanie. Building organizational resilience through human capital management strategy. **Development and Learning in Organizations**, [s. l.], v. 35, n. 5, p. 19–21, 2020.

DUCHEK, Stephanie. Organizational resilience: a capability-based conceptualization. **Business Research**, [s. l.], v. 13, n. 1, p. 215–246, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s40685-019-0085-7>.

DUTRA, Vanessa Rabelo; CERETTA, Paulo Sergio. REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS: O IMPACTO DO PRESTÍGIO, DO DESEMPENHO, DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DA EXPERIÊNCIA DO CEO. **Boletim de Conjuntura**, [s. l.], v. 13, n. 39, p. 157–179, 2023.

FAVERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 131–156, 2013.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia. **Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel, SPSS e Stata**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FLECK DE PAULA PESSOA, Adriano *et al.* Mulheres no Poder: Análise da Participação Feminina no Conselho de Administração e a Performance Empresarial no Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, [s. l.], v. 41, n. 2, p. 1–22, 2022.

FREITAS, Maria Rafaça de Oliveira *et al.* Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **RAE- Revista de Administração de Empresas**, [s. l.], v. 60, n. 5, p. 322–335, 2020.

FRIEDMAN, Milton. A Theoretical Framework for Monetary Analysis. **Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 78, n. 6, p. 193–238, 1970.

GAULTIER-GAILLARD, Sophie; LOUISOT, Jean Paul. Risks to reputation: A global approach. **Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice**, [s. l.], v. 31, p. 425–445, 2006.

GAUR, Sanjaya S.; BATHULA, Hanoku; SINGH, Deeksha. Ownership Concentration, Board Characteristics and Firm Performance. **Management Decision**, [s. l.], v. 53, n. 5, p. 911–931, 2015.

GHARDALLOU, Wafa; BORGI, Hela; ALKHALIFAH, Hibah. CEO Characteristics and Firm Performance: A Study of Saudi Arabia Listed Firms\*. **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, [s. l.], v. 7, n. 11, p. 291–301, 2020.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 7. ed. Rio de Janeiro: Editora Atlas Ltda., 2021.

GOES, Thiago Henrique Moreira; MARTINS, Helder Henrique; MACHADO FILHO, Cláudio Antonio Pinheiro. Desempenho financeiro de empresas com características familiares: análise de empresas brasileiras listadas na BM&F. **REGE - Revista de Gestão**, [s. l.], v. 24, p. 197–209, 2017.

GUIMARÃES, Sergio Foldes; DA SILVA, André Luiz Carvalhal. Elections and CEO successions in Brazilian state-owned companies. **Revista Brasileira de Gestao de Negocios**, [s. l.], v. 22, n. Special Issue, p. 462–481, 2020.

HAIMES, Yacov Y. On the complex definition of risk: A systems-based approach. **Risk Analysis**, [s. l.], v. 29, n. 12, p. 1647–1654, 2009.

HAIMES, Yacov Y. On the definition of resilience in systems. **Risk Analysis**, [s. l.], v. 29, n. 4, p. 498–501, 2009.

HAIR, Joseph F. Jr. *et al.* **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. [S. l.: s. n.], 2005-. ISSN 0029-5582.

HOANG, Khanh *et al.* Disaster response: The COVID-19 pandemic and insider trading around the world. **Global Finance Journal**, [s. l.], v. 56, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100814>.

HOANG, Huy Viet; NGUYEN, Cuong; HOANG, Khanh. Does the second wave of COVID-19 undermine corporate immunity? International evidence. **International Journal of Social Economics**, [s. l.], v. 48, n. 11, p. 1677–1695, 2021.

IHLENFELDT, Edson Luiz; COLAUTO, Romualdo Douglas. Qualidade do conselho de administração em companhias brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, [s. l.], v. 39, n. 3, p. 37–53, 2020.

JENSEN, Michael C. Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **European Financial Management**, [s. l.], v. 7, n. 3, p. 297–317, 2001.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial

Behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 3, p. 305–360, 1976.

JIANG, Yawei; RITCHIE, Brent W.; VERREYNNE, Martie Louise. Building tourism organizational resilience to crises and disasters: A dynamic capabilities view. **International Journal of Tourism Research**, [s. l.], v. 21, n. 6, p. 882–900, 2019.

JIANG, Fuxiu; SHEN, Yanyan; CAI, Xinni. Can multiple blockholders restrain corporate financialization?. **Pacific-Basin Finance Journal**, [s. l.], v. 75, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101827>.

JOHNSON, Richard A; HOSKISSON, Robert E; HITT, Michael A. Board of director involvement in restructuring: The effects of board characteristics. **Strategic Management Journal**, [s. l.], v. 14, p. 33–50, 1993.

JOHNSON, Andrew F.; RAUHAUS, Beth M.; WEBB-FARLEY, Kathryn. The COVID-19 pandemic: a challenge for US nonprofits' financial stability. **Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management**, [s. l.], v. 29, n. 6, p. 33–46, 2021.

KORONIS, Epaminondas; PONIS, Stavros. Better than before: the resilient organization in crisis mode. **Journal of Business Strategy**, [s. l.], v. 39, n. 1, p. 32–42, 2018.

LAZZARETTI, Kellen; PIEKAS, Andrezza Aparecida Saraiva; JULKOVSKI, Dulcimar José. Características Dos Conselhos De Administração E Desempenho Das Firms Brasileiras De Capital Aberto. **Revista Gestão Organizacional**, [s. l.], v. 12, n. 3, p. 54–71, 2019.

LENGNICK-HALL, Cynthia A.; BECK, Tammy E.; LENGNICK-HALL, Mark L. Developing a capacity for organizational resilience through strategic human resource management. **Human Resource Management Review**, [s. l.], v. 21, p. 243–255, 2011. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.hrmr.2010.07.001>.

LI, Jianwei *et al.* Can the Market Recognize the Value of the Corporate Governance Mechanism of Chinese Listed Companies?—Empirical Evidence From COVID-19. **Frontiers in Public Health**, [s. l.], v. 9, n. January, p. 1–6, 2022.

LIANG, Deron *et al.* Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study. **European Journal of Operational Research**, [s. l.], v. 252, p. 561–572, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ejor.2016.01.012>.

LIU, Caiyun; JIANG, Hui. Impact of CEO characteristics on firm performance:

evidence from China listed firms. **Applied Economics Letters**, [s. l.], v. 27, n. 14, p. 1–5, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1607965>.

MACHADO, Débora Gomes; BEUREN, Ilse Maria. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. **Gestão & Regionalidade**, [s. l.], v. 31, n. 92, p. 4–24, 2015.

MAHATA, Ajit *et al.* Characteristics of 2020 stock market crash: The COVID-19 induced extreme event. **Chaos**, [s. l.], v. 31, n. 5, 2021.

MALLIN, Chris; MULLINEUX, Andy; WIHLBORG, Clas. The financial sector and corporate governance: The UK case. **Corporate Governance: An International Review**, [s. l.], v. 13, n. 4, p. 532–541, 2005.

MARQUES, THIAGO DE ÁVILA; GUIMARÃES, THAYSE MACHADO; PEIXOTO, FERNANDA MACIEL. a Concentração Acionária No Brasil: Análise Dos Impactos No Desempenho, Valor E Risco Das Empresas. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, [s. l.], v. 16, n. 4, p. 100–133, 2015.

MARSAT, Sylvain; PIJOURLET, Guillaume; ULLAH, Muhammad. Is there a trade-off between environmental performance and financial resilience? International evidence from the subprime crisis. **Accounting and Finance**, [s. l.], v. 61, n. 3, p. 4061–4084, 2021.

MATTHEWS, Ryan *et al.* Uncertainty in industrial markets: The COVID-19 pandemic. **Industrial Marketing Management**, [s. l.], v. 102, n. December 2021, p. 364–376, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2022.02.006>.

MAZUR, Mieszko; DANG, Man; VEGA, Miguel. COVID-19 and the march 2020 stock market crash. Evidence from S&P1500. **Finance Research Letters**, [s. l.], v. 38, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101690>.

MCKNIGHT, A. **Financial Resilience among EU households**. [S. l.: s. n.], 2019. *E-book*. Disponível em: <https://www.sipotra.it/wp-content/uploads/2020/01/Financial-Resilience-among-EU-households.pdf>.

MIHOTIĆ, Lucija; RAYNARD, Mia; SINČIĆ ÓRIĆ, Dubravka. Bouncing forward or bouncing back? How family firms enact resilience in times of crisis. **Journal of Family Business Management**, [s. l.], 2022.

MIKOŁAJCZAK, Paweł; SCHMIDT, Joanna; SKIKIEWICZ, Robert. THE COVID-19 PANDEMIC CONSEQUENCES TO THE ACTIVITY OF NGOs. **ENTREPRENEURSHIP AND SUSTAINABILITY ISSUES**, [s. l.], v. 9, n. 3, p.

330–349, 2022.

MINICHILLI, Alessandro; BROGI, Marina; CALABRÒ, Andrea. Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis. **Corporate Governance: An International Review**, [s. l.], 2015.

NASHIER, Tripti; GUPTA, Amitabh. Ownership Concentration and Firm Performance in India. **Global Business Review**, [s. l.], v. 24, n. 2, p. 353–370, 2023.

ORTIZ-DE-MANDOJANA, Natalia; BANSAL, Pratima. THE LONG-TERM BENEFITS OF ORGANIZATIONAL RESILIENCE THROUGH SUSTAINABLE BUSINESS PRACTICES. **Strategic Management Journal**, [s. l.], v. 37, p. 1615–1631, 2016.

PACHECO, Juliane *et al.* A influência das características dos executivos de alto escalão sobre a estrutura de capital: Um estudo em empresas listadas na BM & FBOVESPA. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, [s. l.], v. 16, n. 1, 2019.

PAN, Yihui; WANG, Tracy Yue; WEISBACH, Michael S. Learning about CEO ability and stock return volatility. **Review of Financial Studies**, [s. l.], v. 28, n. 6, p. 1623–1666, 2015.

PEREIRA, Beatriz da Silva *et al.* Relação entre as características observáveis dos CEOs e a remuneração. **Contabilidad y Negocios**, [s. l.], v. 11, n. 21, p. 5–24, 2016.

PINHEIRO, Bruno Goes *et al.* Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, [s. l.], v. 11, n. 4, p. 451–466, 2017.

POMBO, Carlos; TABORDA, Rodrigo. Stock liquidity and second blockholder as drivers of corporate value : Evidence from Latin America. **International Review of Economics and Finance**, [s. l.], v. 51, p. 214–234, 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2017.05.012>.

PRICE, S. Mc Kay; SALAS, Jesus M.; SIRMANS, C. F. Governance, Conference Calls and CEO Compensation. **Journal of Real Estate Finance and Economics**, [s. l.], v. 50, p. 181–206, 2015.

PYKE, Joanne *et al.* Building small destination resilience to the impact of bushfire: A case study. **Journal of Hospitality and Tourism Management**, [s. l.], v. 28, p. 49–58, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jhtm.2016.04.003>.

RAHI, Khalil. Indicators to assess organizational resilience – a review of

empirical literature. **International Journal of Disaster Resilience in the Built Environment**, [s. l.], v. 10, n. 2–3, p. 85–98, 2019.

RIVAS, Luis Améstica *et al.* Influencia del directorio en el desempeño del Mercado Integrado Latinoamericano. **Revista Finanzas y Política Económica**, [s. l.], v. 13, n. 1, p. 225–251, 2021.

RODRIGUES, Pedro Gomes. Uma introdução aos modelos de dados em painel: o que são e como se estimam em Stata. **Lusiada. Economia& Empresa**, [s. l.], v. 2, n. 26, p. 145–156, 2019.

RUSSINO, Annalisa. Multiple Blockholders and Firm Value: A Simulation Analysis. **International Journal of Financial Studies**, [s. l.], v. 11, 2023.

SAHEBI, Iman Ghasemian *et al.* An intuitive fuzzy approach for evaluating financial resiliency of supply chain. **Opsearch**, [s. l.], v. 59, p. 460–481, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s12597-021-00563-z>.

SAIDU, Sani. CEO characteristics and firm performance: focus on origin, education and ownership. **Journal of Global Entrepreneurship Research**, [s. l.], v. 9, n. 29, 2019.

SALIGNAC, Fanny *et al.* Conceptualizing and Measuring Financial Resilience: A Multidimensional Framework. **Social Indicators Research**, [s. l.], v. 145, n. 1, p. 17–38, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11205-019-02100-4>.

SANFORD, Anthony; TREMBLAY-BOIRE, Joannie. Discrimination in the Stock Market: Board Gender and Stock Performance. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], p. 1–8, 2019. Disponível em: <https://www.ssrn.com/abstract=3367488>.

SERFONTEIN, Estie; GOVENDER, Krishna. Embedded resilience properties identified in quality assurance and corporate governance in the South African aviation industry. **African Journal of Hospitality, Tourism and Leisure**, [s. l.], v. 9, n. 3, p. 86–100, 2020.

SERFONTEIN, Estie; GOVENDER, Krishna K. The relationship between resilience and organisational control systems in the south african aviation industry. **Journal of Transport and Supply Chain Management**, [s. l.], v. 15, p. 1–11, 2021.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, [s. l.], v. 4, n. 1, p. 1–30, 2006.

SOUZA, Thiago Borges De; CARRARO, Wendy Beatriz Witt Haddad;

PINHEIRO, Alan Bandeira. COVID-19 PANDEMIC IMPACTS ON THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE AND PERFORMANCE: ANALYSIS OF COMPANIES LISTED ON B3. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, [s. l.], v. 21, n. Special Issua, p. 1–23, 2022.

TAIT, Patrick; LOOSEMORE, Martin. The Corporate Governance of Australian Listed Construction Companies. **The Australian Journal of Construction Economics and Building**, [s. l.], v. 9, n. 2, p. 7–16, 2009. Disponível em: [https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/MT\\_Globalization\\_Report\\_2018.pdf%0Ahttp://eprints.lse.ac.uk/43447/1/India\\_globalisation%2C\\_society\\_and\\_inequalities%28Isero%29.pdf%0Ahttps://www.quora.com/What-is-the](https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/MT_Globalization_Report_2018.pdf%0Ahttp://eprints.lse.ac.uk/43447/1/India_globalisation%2C_society_and_inequalities%28Isero%29.pdf%0Ahttps://www.quora.com/What-is-the).

TEIXEIRA, Eduardo de Oliveira; WERTHER, William B. Resilience: Continuous renewal of competitive advantages. **Business Horizons**, [s. l.], v. 56, n. 3, p. 333–342, 2013. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.bushor.2013.01.009>.

THEISS, Viviane; BEUREN, Ilse Maria. Estrutura de propriedade e remuneração dos executivos. **Rev. Adm. UFSM**, [s. l.], v. 10, n. 3, p. 533–550, 2017.

THEISS, Viviane; BEUREN, Ilse Maria. O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, [s. l.], v. 13, n. 1, p. 2–13, 2014.

TORRES, Pedro; AUGUSTO, Mário. Attention to social issues and CEO duality as enablers of resilience to exogenous shocks in the tourism industry. **Tourism Management**, [s. l.], v. 87, 2021.

TRISTÃO, Pâmela Amado; SONZA, Igor Bernardi. IS THE DUAL-CLASS UNIFICATION A GOOD CORPORATE GOVERNANCE PRACTICE? EVIDENCE FROM BRAZILIAN COMPANIES. **Boletim de Conjuntura**, [s. l.], v. 14, n. 42, p. 467–480, 2023.

UDDIN, Moshfique *et al.* The effect of COVID – 19 pandemic on global stock market volatility: Can economic strength help to manage the uncertainty?. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 128, p. 31–44, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.01.061>.

VITORIA, Rafaela; BRESSAN, Aureliano Angel; IQUIAPAZA, Robert Aldo. Do state-owned enterprises in Brazil require a risk premium factor?. **Brazilian Business Review**, [s. l.], v. 17, n. 5, p. 488–505, 2020.

WONG, Ying Juuan; LEE, Cheng Yu; CHANG, Shao Chi. CEO Overconfidence

and Ambidextrous Innovation. **Journal of Leadership and Organizational Studies**, [s. l.], v. 24, n. 3, p. 414–430, 2017.

XIA, Yanchun; QIAO, Zhilin; XIE, Guanhua. Corporate resilience to the COVID-19 pandemic: The role of digital finance. **Pacific Basin Finance Journal**, [s. l.], v. 74, n. June, p. 101791, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101791>.

YERMACK, David. **Higher market valuation of companies with a small board of directors**. [S. l.: s. n.], 1996.

ŽUPERKIENĖ, Erika *et al.* THE COVID-19 PANDEMIC AND RESILIENCE OF SMEs IN LITHUANIA. **ENTREPRENEURSHIP AND SUSTAINABILITY ISSUES**, [s. l.], v. 8, n. 3, p. 53–65, 2021.



## Apêndice A- Informações base de dados

Ano	DOI	Título	Autores
2021	10.3390/su13105535	Assessing the impact of corporate governance index on financial performance in the romanian and italian banking systems	Benvenuto M; Avram R; Avram C
2021	10.4102/jtsem.v15i0.598	The relationship between resilience and organisational control systems in the south african aviation industry	Serfontein E; Govender K
2019	10.1177/0149206317699521	Ceo narcissism risktaking and resilience an empirical analysis in us commercial banks	Buyl T; Boone C; Wade J
2022	10.3389/fpubh.2021.812253	Can the market recognize the value of the corporate governance mechanism of chinese listed companies empirical evidence from covid19	Li J; Ma Y; Shi B; Yang Y
2016	10.1108/CMS-10-2015-0226	The chinese banks directors and their risktaking behavior a corporate governance and finance perspective	Chan S; Koh E; Abd K M
2015	10.1177/0959680114523820	Employee participation in corporate governance implications for company resilience	Kleinknecht R
2021	10.1016/j.tourman.2021.104400	Attention to social issues and ceo duality as enablers of resilience to exogenous shocks in the tourism industry	Torres P; Augusto M
2018	10.1111/1758-5899.12562	The corporate governance of public banks before and after the global financial crisis	Hallerberg M; Markgraf J
2021	10.1002/jsc.2461	Role of management practices and their effects on firm performance emerging market context	Parameswar N; Hasan Z; Dhir S
2015	10.1111/corg.12087	The resilient family firm stakeholder outcomes and institutional effects	Van E M; Strike V; Carney M; Sapp S
2021	10.1108/CG-01-2020-0044	Measuring future resilience a multilevel index	Visser W
2018		Major factors of achievement of quality of corporate management in the russian medium sized companies	Izmailov M; Khoroshavina N; Kolesnikova O
2022	10.1108/JFBM-03-2022-0047	Bouncing forward or bouncing back how family firms enact resilience in times of crisis	Mihotic L; Raynard M; Conic D
2021	10.3390/admsci11040129	Womens skills and aptitudes as drivers of organizational resilience an italian case study	Cosentino A; Paoloni P
2022	10.1017/err.2022.25	New directions in the european unions regulatory framework for corporate reporting due diligence and accountability the challenge of complexity	Villiers C
2022	10.1002/joom.1176	Breaking out of the pandemic how can firms match internal competence with external resources to shape operational resilience	Li Y; Wang X; Gong T; Wang H

2017	10.3390/su9020173	Approaches on correlation between board of directors and risk management in resilient economies	Armeanu D; Vintila G; Gherghina S; Petrache D
2016	10.1111/corg.12125	Weathering the storm family ownership governance and performance through the financial and economic crisis	Minichilli A; Brogi M; Calabro A
2016	10.1080/09613218.2016.1085260	From sustainability to adaptation goldman sachs corporate real estate strategy	Keenan J
2021	10.1108/IJSE-11-2020-0769	Does the second wave of covid19 undermine corporate immunity international evidence	Huy V H H; Cuong N C; Khanh H K
2021	10.1016/j.jfi.2021.100909	Management insulation and bank failures	Ferreira D; Kershaw D; Kirchmaier T; Schuster E
2006	10.1057/palgrave.gpp.2510090	Risks to reputation a global approach	Gaultier-Gaillard S; Louisot J
2019	10.1108/RAF-06-2018-0111	Can nonceo inside directors add value evidence from unplanned ceo turnovers	Krigman L; Rivolta M
2012	10.1111/j.1835-2561.2012.00163.x	Notforprofit ratios for financial resilience and internal accountability a study of australian international aid organisations	Ryan C; Irvine H
2022	10.1080/02102412.2021.2024012	Governance human capital and politicization of spanish banks	Garcia-Cestona M; Sagarra M
2019		Board diversity and firm performance in the construction manufacturing and tradingservices industries	Amin S; Nor S
2021	10.1016/j.jfineco.2021.03.005	Corporate immunity to the covid19 pandemic	Ding W; Levine R; Lin C; Xie W
2021	10.1146/annurev-financial-110420-090352	The rise of stateowned investors sovereignwealth funds and public pension funds	Megginson W; Lopez D; Malik A
2021	10.1108/CG-09-2020-0438	Social performance and social media activity in times of pandemic evidence from covid19related twitter activity	Baboukardos D; Gaia S; She C
2018	10.1108/CG-01-2018-0027	Impacts for implementing sdgs sustainable collaborative communities after disasters the city of macerata at the aftermath of the earthquake	Ricciardelli A; Manfredi F; Antonicelli M
2017	10.1016/j.jfs.2017.02.004	The fall of spanish cajas lessons of ownership and governance for banks	Martin-Oliver A; Ruano S; Salas-Fumas V
2018	10.1017/S002210901800025X	Local political uncertainty family control and investment behavior	Amore M; Minichilli A
2019	10.1016/j.intfin.2018.12.009	Athletes in boardrooms evidence from the world	Dong Y; Duan T; Hou W; Liu Y
2021	10.1108/MD-09-2019-1319	Performance feedback and organizational learning the role of regulatory focus	Ahn S; Cho C; Cho T
2022	10.1108/JFBM-11-2021-0143	Impact of covid19 on family business performance evidence from listed companies in germany	Eckey M; Memmel S
2020	10.1016/j.jbusres.2020.07.005	Crisis what crisis exploring the cognitive constraints on boards of directors in times of uncertainty	Merendino A; Sarens G

2019	10.17576/AJAG-2019-12-09	The effects of independent directors financial knowledge and external directorships on firm performance	Nor H; Abd R I
2008		Economic liberalization and corporate governance the resilience of business groups in latin america	Schneider B
2022	10.1016/j.lrp.2021.102124	Positive chairceo work relationships microrelational foundations of organizational capabilities	Srouf Y; Shefer N; Carmeli A
2021	10.1016/j.jbusres.2021.01.061	The effect of covid 19 pandemic on global stock market volatility can economic strength help to manage the uncertainty	Uddin M; Chowdhury A; Anderson K; Chaudhuri K
2020	10.46222/ajhtl.19770720-6	Embedded resilience properties identified in quality assurance an corporate governance in the south african aviation industry	Serfontein E; Govender K
2019		Enterprise risk management and corporate governance strategic emerging firm value	Alwi S; Razak S; Mohd A S ;Basir I; Mohd S M
2019		Assessing the king iv corporate governance report in relation to business continuity and resilience	Ferguson C
2019		Corporate social responsibility disclosure mediates the relationship between corporate governance and corporate financial performance in indonesia	Machdar N
2019		Does the governance compliance effect cooperative performance	Shamsuddin Z; Ismail A; Zaidi M; Daud W; Yusuff W
2019		Corporate governance reform in banking risk governance and performance of commercial banks in asia emerging markets	Hassan H; Zulkafli A; Ibrahim H
2014	10.1108/QRFM-01-2013-0002	A consensusbased corporate governance paradigm for islamic banks	Abdel-Baki M; Leone S V
2010	10.1108/03068291011070471	Compliance an overlooked business strategy	Rossi C
2010		Resilience and risk management dahms argues that compliance against a universal set of rules reduces resilience	Dahms T

### Apêndice B- Aprofundamento no conteúdo.

Artigo	Objetivo	Resultado	Sugestões
1	Verificar o impacto da governança corporativa na performance financeira	A governança é significativa com relação positiva na performance, mas se levar o tamanho da empresa em consideração, em um sistema homogêneo de bancos, o impacto dela será positivo e em um sistema heterogêneo, negativo.	
2	Explorar a percepção dos stakeholders sobre a relação entre a resiliência organizacional e sistemas de controle (governança corporativa e garantia da qualidade) na indústria de aviação na África do Sul	Uma relação forte, positiva e linear é encontrada entre a resiliência organizacional e os sistemas de controle	Sugerem que estudos futuros examinem a relação entre os sistemas organizacionais de controle e a resiliência organizacional dentro de organizações específicas
3	Investigar como o narcisismo do CEO, em combinação com práticas de governança corporativa, impactam a tomada de riscos organizacionais e como isso afeta a resiliência organizacional em condições ambientais.	Antes do choque, o narcisismo do diretor executivo afetou positivamente o risco das políticas dos bancos, especialmente quando políticas de compensação que incentivam a tomada de riscos ( <i>stock options</i> ) estão em vigor. O efeito positivo do narcisismo foi atenuado, no entanto, quando o monitoramento do conselho foi mais eficaz. As características de pré-choque dificultam a resiliência das organizações a choques (econômicos), já que os bancos liderados por diretores mais narcisistas antes do colapso de setembro de 2008 experimentaram uma recuperação mais lenta para os níveis de desempenho de pré-choque depois.	Propõem testar seu framework em outros ambientes, e também responder algumas questões como: Qual é o efeito de outras características do diretor executivo, como a idade, sobre a resiliência? As características de outros atores-chave, tais como os gerentes intermediários ou funcionários, interagem com as do diretor para afetar a resiliência? Os efeitos do narcisismo do diretor sobre a resiliência são similares para todos os tipos de choques? Quais são os efeitos de longo prazo do narcisismo do diretor quando não ocorre nenhum choque?
4	Examinar a relação entre mecanismos de governança corporativa e o reconhecimento do valor (retorno das ações) na pandemia.	Empresas governamentais, a dualidade e a alta remuneração gerencial ajudam na resiliência financeira.	
5	Examinar o impacto de características socioeconômicas dos diretores no comportamento de tomada de riscos em bancos Chineses	Conselhos menores e a maior porcentagem de diretores independentes contribuem para uma menor assunção de riscos. Os resultados também indicam que os bancos estão melhor tendo conselhos que têm diversidade de gênero, filiação ao governo e maior idade média porque melhoram a resolução de problemas e a percepção do mercado facilita a adesão às políticas governamentais ou reguladoras e ajudam a reduzir os riscos dos bancos	Sugerem que estudos futuros podem considerar a inclusão de bancos não listados publicamente, dados pré-2003 e análises das agências às quais os diretores afiliados ao governo estão ou estiveram vinculados
6	Verificar como a representação de colaboradores nos conselhos afeta a performance	Os efeitos do desempenho da participação dos funcionários dependem do ciclo de negócios. Especificamente, o	Sugerem mais pesquisas sobre os efeitos econômicos dos conselhos de empresa e da representação

		<p>impacto conservador da participação dos colaboradores na estratégia pode estar associado a um menor valor da empresa em bons tempos, mas também pode fornecer amortecimento contra uma perda de valor em tempos ruins</p>	<p>dos funcionários em diferentes fases do ciclo comercial; investigar o impacto em outros indicadores de desempenho, tais como retornos de estoque, satisfação no trabalho, greves ou produtividade; além da adoção de alguns métodos alternativos de pesquisa</p>
7	<p>Examinar complementariedades entre a atenção de firmas de turismo para problemas sociais e governança corporativa no contexto da COVID-19</p>	<p>A atenção das empresas às questões sociais e a dualidade do diretor executivo pode estar associada a graus mais elevados de resiliência da empresa. Se as empresas tiverem um comitê de responsabilidade social corporativa, a presença da dualidade do diretor pode alavancar a atenção das empresas para as questões sociais. Os resultados sugerem que a governança corporativa não deve restringir a flexibilidade executiva quando as empresas de turismo enfrentam choques exógenos se as empresas prestarem atenção às questões sociais</p>	<p>Sugerem que embora o uso de dados desfasados atenuem potenciais problemas de endogeneidade, a <i>fuzzy-set qualitative comparative analysis</i> não está equipada para resolver estes problemas e pedem mais pesquisas sobre este tópico. Pesquisas futuras também podem explorar que é possível que empresas privadas possam canalizar a atenção para questões sociais de maneira diferente, além de examinar os efeitos complementares da dualidade dos diretores e dos comitês de responsabilidade social corporativa</p>
8	<p>Comparar como as escolhas de governança corporativa afetaram a performance de bancos públicos durante a crise financeira de três países</p>	<p>Encontram os bancos da Alemanha mais resilientes que os da Itália e Espanha, mas deixam claro que apesar de existirem fatores que indicam que os Sparkassen não tiveram apenas sorte ao resistirem bem à crise, é importante notar que eles não enfrentaram nada como os choques vividos na Espanha ou Itália em seus mercados imobiliários</p>	
9	<p>Explicar a relação entre as empresas familiares de capital aberto e os resultados de investidores e colaboradores antes e durante a crise financeira</p>	<p>Empresas familiares superam financeiramente as não-familiares durante a crise financeira, mas não mostram diferenças significativas durante o período de crescimento estável. As empresas familiares são menos propensas a reduzir sua força de trabalho ou cortar salários em condições pré-crise e de crise. Os resultados também sugerem que investidores e funcionários de empresas familiares obtêm resultados mais favoráveis para seus interesses quando as regras pertinentes à proteção do investidor e sua aplicação são pouco desenvolvidas</p>	<p>Sugerem pesquisas sobre as fontes da vantagem competitiva das empresas familiares. Além disso, pesquisas sobre a eficácia dos pacotes de governança corporativa nacional devem considerar os efeitos da concentração da propriedade familiar sobre fatores como a vantagem competitiva da firma, o crescimento econômico e o subsequente desenvolvimento de instituições nacionais. Entretanto, é uma questão em aberto para pesquisas futuras determinar se o modelo europeu continental de capitalismo familiar descrito por James (2009) representa um pacote de governança nacional mais viável para as economias</p>

			européias de transição e do leste do Mediterrâneo que estão buscando atualizar e melhorar suas capacidades industriais
10	Examinar o efeito da pandemia na volatilidade do mercado de ações e se a força econômica pode potencialmente mitigar o possível efeito prejudicial da pandemia global sobre volatilidade do mercado de ações	A pandemia afetou significativamente o aumento da volatilidade do mercado de ações em todo o mundo. No entanto, resiliência econômica, intensidade do capitalismo, qualidade da governança corporativa e nível de desenvolvimento financeiro fornecem apoio útil para reduzir os efeitos nos mercados de capitais globais	
11	Estabelecer os fundamentos teóricos para um índice de resiliência futura	Os 10 elementos da resiliência futura, que o índice buscará medir, incluem: preparação para emergências; adaptabilidade criativa; capacitação tecnológica; empregabilidade dinâmica; cultivo da diversidade; governança participativa; responsividade sistêmica; eficiência de recursos; motivação com propósito; e orientação para o bem-estar.	Sugerem que estudos futuros podem testar a validade e robustez dos 10 elementos de resiliência futura; melhorar a nossa compreensão das razões pelas quais os indivíduos se sentem mais resilientes em algumas áreas e menos resilientes em outras; explorar as áreas em que as organizações estão tendo um bom ou mau desempenho no apoio à resiliência multinível entre os colaboradores; aprofundar o porquê de certos dados demográficos poderem ser significativos na explicação de diferenças na resiliência; além de comparar os resultados da Bélgica, que é onde o índice será inicialmente lançado, com outros países para verificar a influência de fatores culturais ou geográficos na resiliência
12	Desenvolver a compreensão teórica sobre como as empresas familiares agem em eventos inesperados e altamente perturbadores, examinando como a capacidade de resiliência baseada na família é transformada de forma variada em uma capacidade organizacional	As empresas familiares podem empregar capital social familiar em retrospectiva e caminhos prospectivos. Uma abordagem retrospectiva envolve usos direcionados e conservadores da família social capital, em que o objetivo é manter o funcionamento organizacional e retornar ao estado usual. Em contraste, uma abordagem prospectiva emprega esses recursos de forma mais estratégica e flexível para se adaptar a um novo futuro. Embora ambas as abordagens possam permitir que as empresas naveguem com sucesso pelas crises, elas diferem em termos de sua orientação temporal e implicações para a flexibilidade de marketing	Sugerem que estudos futuros poderiam expandir o foco para outros países e amostras maiores para ver como os contextos culturais e as diferentes características da empresa poderiam influenciar as maneiras pelas quais as abordagens retrospectivas e prospectivas se manifestam, além de realizar comparações transculturais e a inclusão de empresas familiares mais diversificadas para aprofundar a teorização em torno de como esta importante forma organizacional pode aumentar a flexibilidade de marketing e a resiliência em ambientes cada vez mais mutáveis, competitivos e de mercado. Analisar as

			condições e circunstâncias que poderiam tornar uma abordagem mais eficaz do que a outra e/ou examinar os fatores e características que poderiam levar algumas empresas a adotar uma abordagem retrospectiva versus prospectiva. Explorar a interação entre tais características organizacionais e sua influência na flexibilidade de marketing e na promulgação da resiliência.
13	Compreender qual a contribuição das mulheres gerentes para a capacidade das empresas de superar a crise causada por um choque inesperado	As habilidades administrativas femininas têm sido fatores críticos de sucesso tanto durante a gestão de paradas quanto durante a fase subsequente de reabertura progressiva. Notadamente, este estudo encontrou várias características e habilidades atribuíveis à gestora que fomentou a resiliência organizacional: (i) a atitude de mudança; (ii) a capacidade de promover novas iniciativas; e (iii) a capacidade de ter iniciado, consolidado e gerenciado sólidos relacionamentos formais com as partes interessadas institucionais.	Eles sugerem investigar se as empresas nas quais as mulheres têm papéis de responsabilidade ou direção enfrentam a crise de forma mais eficaz.. Estudos comparativos referentes a vários países da Europa e do mundo também seriam de interesse
14	Entender até que ponto a complexidade organizacional (ligada às estruturas corporativas e de negócios) e a complexidade regulatória e legal (ligada ao desenvolvimento e à estrutura da abordagem regulatória) podem, individualmente e juntas de forma interativa, atrapalhar a sustentabilidade dos negócios.	Argumentam que os esforços legislativos e regulamentares estudados são bem-vindos, mas a complexidade da regulamentação ameaça minar seu impacto potencial. Portanto, pode ser necessário reduzir parte da complexidade dos arranjos regulatórios. Entretanto, alguma complexidade pode aumentar a resiliência e adaptabilidade para responder aos riscos envolvidos na incerteza e imprevisibilidade da mudança climática e em lidar com estruturas corporativas complexas. A resposta é fornecer uma regulamentação robusta que irá estimular os comportamentos corporativos necessários para evitar a trajetória catastrófica que enfrentamos atualmente.	Sugerem que algumas questões sejam respondidas: como essas complexidades globais e operacionais interagem com as complexidades regulatórias? Será que uma complexidade cria a outra? Devemos enfrentar uma complexidade primeiro e depois a outra? Se lidarmos com a complexidade regulatória, isso fará diferença no comportamento das empresas? Se lidarmos com as complexidades operacionais e estruturais, será que isso naturalmente traria uma abordagem regulatória mais simples?
15	Explorar como as empresas procuraram combinar suas competências internas com recursos externos da rede da cadeia de suprimentos para melhorar sua resiliência operacional durante a pandemia	As combinações mais heterogêneas entre flexibilidade interna (externa) e estabilidade externa (interna) têm um efeito complementar que aumenta a resiliência operacional, enquanto as combinações mais homogêneas entre flexibilidade interna (ou estabilidade) e flexibilidade externa (ou estabilidade) têm um efeito substitutivo que reduz a resiliência operacional	Sugerem que pesquisas futuras se concentrem em como os parceiros da cadeia de suprimentos afetam a resiliência operacional da empresa e que quando mais dados estiverem disponíveis no futuro se examine os efeitos da pandemia nas posições da rede das empresas ao longo do tempo. Além disso, a resiliência operacional poderia ser medida por dados mais

			granulares em nível de empresa relacionados à pandemia, tais como tempo de recuperação da produção ou perdas de mão-de-obra
16	Verificar e explorar a conexão entre as características de governança e o risco de fracasso	São aceitas as hipóteses de que as mulheres diretoras executivas e o estabelecimento de Comitês Consultivos influenciam negativamente o risco de fracasso empresarial enquanto a hipótese de que maiores conselhos administrativos influenciam negativamente o risco de fracasso empresarial é aceita parcialmente. A dualidade do diretor executivo, idade avançada, mandato mais longo, a independência do conselho e a presença de mulheres no conselho afetam negativamente o risco de fracasso empresarial.	Eles têm o objetivo de, futuramente, desenvolver um indicador de risco de fracasso empresarial considerando a arquitetura de redes neurais
17	Verificar se as empresas familiares se sobressaem em relação à sua performance financeira comparando com as empresas não-familiar e verificar a liderança e a propriedade familiar, condições que permitem configurações de governança para um desempenho melhor do que outros durante uma crise econômica.	As empresas familiares operam melhor em época de crise e a configuração mixta (quando o diretor executivo é da família mas a concentração acionária é baixa) é a de melhor desempenho durante crises	Sugerem que pesquisas futuras tragam evidências transnacionais; tentam avaliar os substitutos para capturar os objetivos, atitudes e competência dos membros da família mais diretamente; abordam a questão da causalidade bidirecional entre empresa familiar e desempenho; investigam reações à crise em empresas familiares privadas, bem como formas menos consolidadas de negócios, tais como start-ups; estendem as previsões comportamentais deste estudo ao domínio das empresas familiares privadas, bem como consideram cada vez mais variáveis alternativas dependentes, tais como conformidade estratégica ou orientação de longo prazo, e identificam outras variáveis situacionais além da crise financeira, que podem iluminar ainda mais as diferentes prioridades de riqueza socioemocional
18	Identificar a existência e a natureza das relações por e entre as estratégias imobiliárias corporativas sustentáveis, o planejamento de operações resilientes e a capacidade de adaptação da empresa, além de avaliar se a capacidade da empresa de se adaptar e ser resiliente às	Existe relação positiva entre os 3 eixos (estratégias imobiliárias corporativas sustentáveis, o planejamento de operações resilientes e a capacidade de adaptação da empresa), mas não se sabe qual a extensão desta relação	Pesquisas futuras poderiam avaliar essas estratégias generalizáveis de bens imobiliários corporativos e sustentabilidade em múltiplas empresas cuja capacidade adaptativa pode variar dependendo da linha de negócios



	condições em mudança foi positivamente promovida pelas estratégias imobiliárias corporativas sustentáveis da empresa		da empresa; demonstrar como as capacidades adaptativas robustas podem ou podem levar a uma maior sustentabilidade; desenvolver métodos para identificar e valorizar inovações que tenham implicações mais amplas do que inicialmente pretendido; dar definição à medição e modelagem da capacidade adaptativa organizacional e identificar tendências e preferências da administração ou das estruturas organizacionais internas
19	Comparar o impacto das duas ondas da pandemia do COVID-19 nos retornos das ações	Durante a primeira onda, empresas grandes e com grandes reservas assim como os efeitos da governança corporativa afetaram positivamente o stock performance. Todos esses, não fazem diferença na segunda onda.	Sugerem que pesquisas futuras podem querer examinar a recorrência da transmissão sobre um espectro maior de mercados para produzir resultados mais abrangentes. Além disso, como a COVID-19 tem impacto na escala global, fatores relacionados às atividades internacionais das empresas também devem ser levados em conta para enfatizar a vulnerabilidade das empresas a este desastre sanitário mundial.
20	Desenvolver uma nova medida de isolamento da administração por pressão dos acionistas com base em disposições legais e usar ele para analisar a relação entre isolamento da administração e performance bancaria na crise de 07-09	O índice deles (MI-index) parece ser mais explicativo que os outros existentes. Os bancos que tiveram o afastamento da administração (insulation of management) eram mais fortes financeiramente	
21	Examinar o tratamento do conceito de reputação por diferentes disciplinas da ciência da administração; abordar a questão de sustentar e melhorar a reputação, mais especificamente no ramo de seguros e resseguros; e explicar os vínculos estreitos entre governança corporativa e reputação por meio da ameaças e oportunidades decorrentes de ambos, à luz das percepções das partes interessadas e expectativas	Incluem em suas conclusões algumas dicas para os líderes da indústria inspirados por Jenny Rayner e Judy Larkin. Elas estão divididas em quatro áreas que abordam a necessidade de um processo contínuo para avaliar e mitigar os riscos à reputação, bem como aumentar as oportunidades que podem surgir da confiança desfrutada com as partes interessadas; são elas: as boas práticas para responder aos riscos de reputação; o papel da equipe superior vital; o planejamento para o futuro; e os benefícios do gerenciamento positivo do risco de reputação	
22	Investigar o papel dos diretores internos que não são executivos no processo de <i>firm-matching</i> de novos executivos	Os diretores internos não-diretores executivos desempenham um papel importante no processo de transição do diretor executivo. Eles ajudam as	

		empresas a identificar substitutos internos qualificados e proporcionam estabilidade como o novo diretor executivo permanente ou interino. Além disso, os diretores internos não-diretores executivos facilitam a transferência de informações e ajudam o sucesso dos novos diretores executivos externos. Eles mostram que quanto mais tempo o diretor intern não-diretor executivo permanece na empresa, mais tempo o mandato do novo diretor executivo. Eles também documentam que a presença dos diretores internos não-diretores executivos melhora o desempenho operacional e de estoque; especialmente quando o novo diretor executivo é contratado de fora da empresa.	
23	Propor um conjunto de indicadores financeiros importantes para usar na avaliação da saúde financeira de empresas sem fins lucrativos e aplicar essas proporções a um grupo de empresas sem fins lucrativos australiano	Situam os índices financeiros no contexto mais amplo da saúde financeira e da sustentabilidade. Ao propor um conjunto de índices financeiros que permite uma avaliação da eficiência financeira, estabilidade, capacidade (liquidez), alavancagem e sustentabilidade, enfatizam a interconexão de vários aspectos do desempenho financeiro, e evitam o perigo de se concentrar apenas nos aspectos da eficiência financeira. Eles também propõe que esses <i>ratios</i> sejam utilizados pelos conselhos e pela administração a fim de melhorar sua responsabilidade interna. Além disso, utilizam dados australianos, de difícil acesso em uma jurisdição que até o momento não tinha um regulador central de empresas sem fins lucrativos e, portanto, nenhum repositório central de dados sobre empresas sem fins lucrativos	Sugerem que pesquisas futuras podem estender seu estudo para cobrir as organizações longitudinalmente, e também sugerem um estudo de caso adicional para desenvolver esta nova área
24	Avaliar se a diferença de resultados após a última crise entre os dois tipos de bancos (comerciais e cajas) responde às práticas de governança e/ou ao capital humano de seus presidentes	Os bancos com um presidente com mais anos de experiência bancária anterior, mais anos na empresa e um diploma superior em sua educação tiveram um desempenho melhor do que os bancos sem esse perfil de presidente. Não encontraram evidências de que uma maior presença de assentos politizados nos órgãos de governo implicasse em pior lucratividade ou maior assunção de riscos em nosso período.	Mais esforços na compreensão de recursos intangíveis específicos da empresa devem ser bem-vindos. Pode-se tentar a comparação das mesmas instituições ou instituições similares antes e depois da crise, usando grupos de controle correspondentes ou sintéticos, dada a população relativamente pequena dos bancos. Além disso, pode-se abordar o desempenho ex-post, usando a quantidade de fundos finalmente recebidos das autoridades públicas em vez de usar as medidas contábeis dos Cajas

25	Examinar a relação entre cinco características corporativas pré-2020 e as reações do preço das ações à pandemia COVID-19	A queda nos retornos de estoque induzida pela pandemia foi mais branda entre empresas com finanças mais fortes antes de 2020, menos exposição à COVID-19 através de cadeias de fornecimento globais e localizações de clientes, mais atividades de responsabilidade social corporativa e menos executivos entrincheirados. Além disso, o retorno das ações de empresas controladas por famílias, grandes corporações e governos tiveram melhor desempenho, e aquelas com maior propriedade por fundos de hedge e outras empresas de gestão de ativos tiveram pior desempenho. As bolsas de valores precificam positivamente pequenas quantidades de propriedade gerencial, mas negativamente, precificam altos níveis de propriedade gerencial durante a pandemia	
26	Entender como o desempenho social das empresas está associado à sua orientação para as partes interessadas, ações para a pandemia do COVID-19, conforme relatado por meio de sua conta no Twitter; e que papel o impacto financeiro da pandemia de COVID-19 desempenha na associação entre o desempenho social das empresas e as ações orientadas para <i>stakeholders</i> para a pandemia relatadas pelo Twitter	Os resultados mostram que durante a pandemia, empresas que exibiam níveis relativamente altos de performance social se engajaram mais nas ações orientadas para stakeholders sobre a pandemia e comunicaram suas ações via Twitter. Além disso, essa relação positiva somente existe para empresas de indústrias cujas finanças não foram impactadas severamente pela COVID-19 indicando que as empresas com orientação social operando em indústrias impactadas negativamente focaram mais em sua sobrevivência que em seus stakeholders.	Sugerem a ampliação da análise considerando tweets lançados durante a segunda onda; abordar as implicações de longo prazo da pandemia; examinar se de fato as empresas com atividade superior no Twitter sobre questões de responsabilidade social corporativa durante a pandemia apresentam desempenho financeiro superior após a pandemia e complementar este estudo analisando canais alternativos de comunicação
27	Entender como a resiliência se desenvolve para alcançar um modelo de gestão para a resiliência sustentável, como defendido pelas metas de desenvolvimento sustentável, em comunidades em dificuldade	É estatisticamente significativo que a resiliência é uma variável fundamental para garantir uma recuperação econômica mais rápida e tem um impacto negativo sobre a variável dependente (mortes) e que a resiliência social se desenvolve e aumenta na recorrência do evento e alavanca as capacidades adaptativas e auto-organizadoras da comunidade na recuperação de circunstâncias traumáticas e episódios de angústia	Pesquisas futuras melhorarão a análise sugerida neste trabalho, tentando quantificar a percepção sobre a diferença entre os dois terremotos ocorridos, substituindo a variável <i>dummy</i> de melhoria por uma análise de agrupamento
28	Entender a responsabilidade dos <i>cajas</i> pela crise, por que eles foram mais prejudicados do que os bancos com fins lucrativos, e por que alguns <i>cajas</i> tiveram um desempenho diferente de outros	Os <i>cajas</i> migraram para modelos de negócios mais vulneráveis seguindo a estratégia dos bancos acionistas, mas as perdas na crise foram muito maiores para os <i>cajas</i> do que para os bancos acionistas; o que interpretam como evidência de que o que mais importa	

		sobre a propriedade dos bancos é sua resiliência em tempos ruins	
29	Estudar como a propriedade familiar afeta o comportamento de investimento durante períodos de incerteza política local	A incerteza política local leva ao declínio dos investimentos, mas o controle familiar neutraliza este efeito uma vez que as empresas familiares são mais propensas que outras empresas a investir em tempos de incerteza política, especialmente quando operam em indústrias dependentes de gastos públicos e/ou administradas por membros da família. Esta resiliência de investimento das empresas familiares sob incerteza política se traduz em rentabilidade e crescimento significativamente maiores	
30	Examinar a relação entre a experiência atlética dos diretores e os resultados corporativos	A experiência atlética está associada a um melhor desempenho organizacional. Os benefícios são mais acentuados quando a experiência é de esportes coletivos e de confronto, e para empresas em crise financeira. Os resultados permanecem consistentes quando instrumentalizam a experiência atlética dos diretores com o número de medalhas olímpicas conquistadas e de esportes olímpicos participados pelo país em questão nos Jogos Olímpicos anteriores	
31	Explorar o papel do foco regulatório no nível empresa como determinante crucial do quadro cognitivo usado no processo de aprendizado de feedback de desempenho	O foco regulatório pode influenciar o como as empresas aprendem do feedback e a formulação de estratégias de mudança	Pesquisas futuras devem se expandir para uma gama mais ampla de tipos organizacionais, tais como os empreendimentos empresariais nascentes. Além disso, a medição dos autores do foco regulatório usando texto corporativo tem fraquezas inerentes e poderia ser complementada com métodos alternativos de pesquisa, tais como questionários, entrevistas ou experimentos. Pede-se focar também no inter-relacionamento entre o foco regulatório dos altos gerentes, os mecanismos de governança corporativa e a tomada de decisões organizacionais
32	Entender por que os conselhos carecem de proatividade em detecção de crise	Identificam três categorias principais de fatores que podem prejudicar os esquemas cognitivos dos diretores: individual, coletivo e restrições híbridas	Sugerem investigar melhor como as características específicas de organização e diretoria têm um impacto sobre as barreiras cognitivas que apresentam; focar em mais detalhes o papel da diretoria na resolução de crises; entender como as capacidades

			<p>cognitivas dos diretores desempenham um papel na resolução de uma crise; adotar uma abordagem longitudinal; concentrar-se nos diretores que estão em meio a uma crise, coletando dados através de questionários; procurar estabelecer como as restrições cognitivas mudam se uma crise externa leva a uma crise interna, ou se uma crise interna leva a uma crise dentro de outras empresas relacionadas; interrogar organizações que passaram por crises como eventos abruptos e repentinos e procurar estabelecer se as mesmas restrições cognitivas ocorrem (Samdanis &amp; Lee, 2019); investigar se as diretorias enfraquecidas por uma combinação das restrições descritas neste estudo se tornam cada vez mais marginalizadas e anuladas pela administração (Rindova, 1999), e/ou se as diretorias têm mais ou menos probabilidade de desempenhar um papel muito ativo na sobrevivência da tempestade dentro destas circunstâncias (Mumford et al. , 2017).</p>
33	<p>Compreender quais são as implicações práticas e teóricas da resiliência de grupos diversificados e controlados por famílias na América Latina</p>	<p>A resiliência dos grupos empresariais desafia muito a teorização da governança corporativa nos países desenvolvidos e desmente as expectativas de rápidas mudanças institucionais em resposta à globalização. A teorização sobre os países desenvolvidos poderia se beneficiar da ampliação de seu escopo geográfico e da incorporação de mais tipos de fatores aqui analisados. Alguns dos crescimentos mais espetaculares entre os grupos têm vindo através de aquisições estrangeiras pelas empresas translatinas. A médio prazo, esta pode ser a melhor maneira para grandes empresas na América Latina sobreviverem e prosperarem em um mundo de compra ou venda. No entanto, a estratégia tem custos de oportunidade a curto prazo se a alternativa à compra de empresas no exterior fosse construir novas fábricas em casa. Além disso, é pouco provável que as empresas translatinas colham muitos dos benefícios que outras empresas multinacionais obtêm, especialmente na</p>	

		<p>manufatura, porque a maioria está em setores de tecnologia mais baixa, com menores exigências de pesquisa e desenvolvimento e menos economias de escala globais. Embora a gestão familiar possa trazer benefícios como lealdade, compromisso de longo prazo e, muitas vezes, gerações de experiência, a genética dificilmente é a melhor base para o recrutamento de talento gerencial bruto, especialmente para empresas que podem pagar os salários mais altos e as empresas familiares estão sujeitas a crises de sucessão prejudiciais.</p>	
34	<p>Abordar a questão das formas como as relações de trabalho entre o papel do executivo (CEO) e do presidente do conselho (chairperson) podem ajudar no desenvolvimento de processos e resultados organizacionais</p>	<p>O modelo teórico desenvolvido revela diferentes formas e facetas das relações de trabalho entre presidentes e diretores executivos e revela por que e como as relações podem ser a base da construção de capacidades nas organizações. Ao integrar teorias de microfundações e relações de trabalho positivas informam a literatura sobre governança corporativa explicando por que e delineando como a natureza das relações de trabalho entre presidente e diretor executivo pode ser propícia à construção de capacidades de criação de conhecimento e cultivar a resiliência coletiva, através da formação de um clima de trabalho organizacional de apoio.</p>	<p>Sugerem que futuramente se pode usar diferentes <i>designs</i> e empregar métodos combinados para fornecer mais evidências e robustez; utilizar uma abordagem multinível para explorar diferenças individuais, bem como efeitos em nível de grupo e organizacional e/ou usar dados objetivos para examinar como o relacionamento diretor executivo-presidente do conselho se traduz em desempenho financeiro firme. Estudos futuros podem explicar melhor as condições nas quais cada faceta do relacionamento entre o presidente e o diretor é mais ou menos propícia à produção de processos e resultados de nível superior, bem como identificar e examinar os potenciais inconvenientes das relações positivas entre eles além de testar se as relações interpessoais entre o presidente e o diretor resultam em níveis mais baixos de monitoramento por parte do presidente. Outra direção de pesquisa interessante pode revelar quando e por que as relações de trabalho positivas podem desencadear a negatividade de outras facetas das relações. Explorar as relações presidente-diretor em vários contextos, pode se beneficiar de uma maior integração da pesquisa sobre capacidades dinâmicas e examinar como formas de relações de trabalho ajudam a desenvolver capacidades estratégicas. Estudar as</p>

			<p>diferenças de gênero, bem como das diferenças de idade, particularmente na compreensão do porquê e como essas diferenças alteram as relações de trabalho entre elas e influenciam os processos e resultados do trabalho. Outra possibilidade é explorar como as relações com os funcionários influenciam a dinâmica relacional no ápice da organização (Chairperson-CEO). Como tanto os diretores quanto os presidentes são membros poderosos do grupo de elite corporativa, um caminho interessante para pesquisas futuras poderia se concentrar em como fatores de disposição, tais como agradabilidade e extraviesade, podem influenciar sua capacidade de estabelecer relações de trabalho positivas entre si e com outros titulares de cargos na empresa.</p>
35	<p>Identificar os fatores de resiliência organizacional através do exame das percepções das partes interessadas sobre a interação entre garantia de qualidade e governança corporativa na indústria de aviação sul-africana</p>	<p>Foi identificada uma relação fragmentada entre garantia de qualidade e governança corporativa na indústria de aviação sul-africana. A dissonância entre a garantia de qualidade e a governança corporativa reduz a capacidade de uma organização de permanecer resiliente. Princípios e práticas associados à garantia de qualidade e governança corporativa estimulam a resiliência subjacente</p>	
36	<p>Examinar o efeito da governança cooperativa e outras variáveis de controle, como alavancagem, idade, tamanho e crescimento de ativos, no desempenho financeiro cooperativo</p>	<p>Todos os estimadores de painel estático confirmam um papel inconclusivo de governança, enquanto o <i>panel-corrected standard error</i> confirma um papel positivo do mesmo na explicação do desempenho financeiro. Outras variáveis de controle, a saber, alavancagem, idade, dividendos e benefícios das cooperativas influenciam negativamente o desempenho financeiro cooperativo.</p>	
37	<p>Examinar a relação entre os mecanismos de governança de risco e a performance bancária</p>	<p>É evidenciado que o mecanismo de governança de risco está significativa e positivamente relacionado ao desempenho dos bancos representado por sua liquidez. Portanto, a governança de risco é vital para que os bancos possam superar os efeitos negativos futuros no mercado emergente asiático, assim como para restaurar e manter sua resiliência</p>	<p>Sugerem que estudos futuros poderiam expandir as amostras da população, incluindo amostras globais com um período mais longo; usar um modelo semelhante para comparar o desempenho dos bancos em países emergentes com o desempenho dos bancos em economias desenvolvidas; usar</p>

			um modelo e abordagem semelhantes para comparar o desempenho dos bancos convencionais com os bancos islâmicos nos mesmos oito países; e considerar a educação, experiência, permanência e nível de independência do comitê de risco do diretor de receita na especificação do modelo.
38	Desenvolver um índice de governança corporativa baseado em consenso ético e orientado pelo mercado	Os resultados mostram uma relação positiva consistente entre a GC e as métricas de desempenho financeiro. Em segundo lugar, os autores detectam estruturas de compensação desalinhadas para diretores. Terceiro, a má governança leva a uma maior exposição ao risco	
39	Discutir os méritos da autorregulação e a arte de incorporá-la dentro de uma organização	Os acionistas e administradores racionais se comportarão moralmente e encontrarão imperativos categóricos aceitáveis para governar seu comportamento. A entrega e a preservação do valor a longo prazo exigem que as empresas construam capacidades para auto-regulamentar e co-organizar seu ambiente, particularmente se altamente regulamentado. A pesquisa sugere uma forma de organizar a liderança de conformidade dentro de algumas estruturas empresariais bem conhecidas e apresenta a idéia de que o diretor executivo de uma empresa que opera em um ambiente regulatório complexo deve fazer da conformidade uma parte significativa, se não o elemento central de sua estratégia geral.	
40	Sustentar a ideia de que qualquer organização com administração de riscos efetiva, terá resiliência e boa governança	A resiliência e a boa governança corporativa são estados resultantes da gestão eficaz dos riscos conforme estabelecido na ISO 31000:2009, e não processos	