

Governança Corporativa e sua relação com a Resiliência Financeira.

Resumo: O objetivo deste estudo foi analisar a relação entre as características governança corporativa e a resiliência financeira das empresas brasileiras de capital aberto. Para alcançar esse propósito, uma regressão de dados em painel de modelo de efeitos aleatórios robustos foi utilizado. Os dados são secundários coletados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e na Economática®. Os resultados indicam que a concentração acionária e o tenure do diretor presidente afetam positivamente a resiliência financeira enquanto a independência do conselho apresenta efeitos negativos. Ademais, a COVID-19 e a alavancagem empresarial têm relação negativa com a resiliência financeira, ao contrário do tamanho empresarial que tem relação positiva. Variáveis como a propriedade não-governamental e familiar, o tamanho do conselho, a dualidade do diretor presidente e sua idade não apresentaram relação significativa com a resiliência financeira. A pesquisa tem implicações teóricas e práticas ao avançar no estudo da resiliência financeira e uma possível propulsora desta.

Palavras-chave: Resiliência, Severidade das Perdas, Governança Corporativa, Dados em Painel.

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, compreende-se aquele caracterizado não apenas por recessões econômicas, desastres naturais e pandemias (DOUGLAS, 2020), mas também por uma imprevisibilidade que desafia as estruturas tradicionais de planejamento e gestão. As crises de 2008 e 2020 ilustram exemplos recentes de choques exógenos que reverberam mundialmente, afetando não somente os aspectos sociais, mas também a sociedade em sua totalidade. Župerkienė *et al.* (2021) sugerem que em períodos de crise, a mera sobrevivência é essencial, mas destacam a importância de identificar e aproveitar novas oportunidades, adaptando-se ao ambiente adverso. Nesse sentido, enquanto

algumas empresas conseguiram sobreviver e por vezes prosperar durante o choque causado pela propagação do coronavírus, outras enfrentaram significativas dificuldades, resultando no encerramento empresarial, pois muitas empresas não puderam sobreviver à crise (MATTHEWS *et al.*, 2022). Esses desdobramentos indicam que características pré-existentes das empresas podem ter sido as responsáveis pela sua resiliência (DING *et al.*, 2021), a qual, além de garantir sobrevivência organizacional, desempenha um papel fundamental na captação de novas oportunidades (ARMEANU *et al.*, 2017).

As características organizacionais pré-existentes, podem auxiliar na construção da resiliência organizacional (SERFONTEIN; GOVENDER, 2021). Essas características podem incluir elementos de governança corporativa, os quais têm um impacto significativo na confiança depositada na empresa e na percepção de sua ética e responsabilidade com os *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) destacam que empresas consideradas confiáveis e transparentes tendem a experimentar uma recuperação econômica robusta, devido ao fato de que essas características pré-existentes constroem a confiança dos investidores, promovendo assim 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.*, 2022a), especificamente no contexto econômico-financeiro, o que por sua vez, influencia a resiliência financeira das organizações. Portanto, é plausível estabelecer uma conexão entre esses 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). Nos últimos anos, esse conceito tem sido adotado por outras ciências, como as sociais e humanas (DESJARDINE; BANSAL; YANG, 2019; MARSAT; PIJOURLET; ULLAH, 2021). A resiliência é frequentemente associada à capacidade de resistir e se adaptar sendo um tema de pesquisa em diversos níveis e contextos, que vão desde sistemas até níveis individuais e o organizacional, entre outros.

Um ponto em comum entre 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. De acordo

com Teixeira e Werther (2013, essa capacidade de adaptação à mudanças no ambiente é essencial, e eles comparam uma organização a um organismo nesse aspecto.

A resiliência pode ser estudada e avaliada nas diversas áreas que compõem uma organização, como a estratégica, a de pessoas, de processos ou ainda a econômico-financeira. A resiliência financeira, em particular, refere-se à capacidade da organização em 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 da resiliência sempre reconhecida (ŽUPERKIENĚ *et al.*, 2021), mas o cenário pandêmico que afetou todos os âmbitos de uma sociedade, inclusive as organizações, ressaltou ainda mais a necessidade dessa capacidade. 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 prolonguem a sua sobrevivência. Organizações mais resilientes são vistas como tendo uma vantagem competitiva sustentável sobre seus concorrentes (TEIXEIRA; WERTHER, 2013).

Conhecer a forma em que a governança corporativa pode impactar na resiliência financeira trará benefícios e vantagens competitivas para as organizações. Isso ocorre porque a resiliência se tornou não apenas importante, mas fundamental em uma época marcada pela pandemia global da COVID-19 (ŽUPERKIENĚ *et al.*, 2021). Além disso, ao reconhecer a governança corporativa como estratégia que contribui para a resiliência financeira, promove-se sua adoção e fortalece a dinâmica das empresas brasileiras. Desta forma, o objetivo deste trabalho é analisar a relação entre as características governança corporativa e a resiliência financeira das empresas brasileiras de capital aberto.

2. Resiliência Financeira

A resiliência é um conceito multifacetado que pode ser observado em diversos contextos. A resiliência pode ser observada em âmbitos familiares, organizacionais, governamentais, ambientais, sociais entre outros, refletindo assim a complexidade e amplitude do conceito. Uma definição inicial de resiliência se encontra nos estudos de Haimes (2009), descrevendo-a 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”.

Teixeira e Werther (2013) defenderam a ideia de que a organização resiliente é aquela que se adapta e se antecipa repetidamente, enquanto Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016, p. 1627) caracterizam a resiliência organizacional 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.

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) em seu estudo sobre organizações sem fins lucrativos partiram da premissa de que a pandemia de 2020 teve um impacto negativo e severo nos âmbitos social, político e econômico, ameaçando assim a capacidade e estabilidade financeira dessas organizações. Essa realidade não é muito distante da enfrentada por outras organizações, sejam elas governamentais ou não, com ou sem fins lucrativos.

No âmbito das organizações não-governamentais, Mikołajczak, Schmidt e Skikiewicz (2022) expuseram que, embora a demanda em determinadas áreas tenha aumentado durante a pandemia, essas organizações também sofreram impactos negativos em relação à sua saúde financeira e ao bem-estar dos 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).

A resiliência organizacional, como discutido por Carlucci (2018) e Douglas (2020), é considerada como uma necessidade estratégica para as organizações operando em um mundo dinâmico de mudanças constantes. Anessi-Pessina *et al.* (2020, p. 963) complementam essa visão, destacando 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 durante a crise causada pela pandemia.

Ainda, 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.

3. Governança Corporativa

A governança corporativa surge como mediadora dos conflitos agente-principal, conforme ilustrado pela teoria da agência, cujos precursores incluem Berle e Means (1932) e, de forma mais proeminente, Jensen e Meckling (1976) com a Teoria da Agência que continua sendo a mais aplicada até os dias atuais (BUENO *et al.*, 2018).

Na perspectiva neoclássica, os gestores têm como objetivo a maximização da riqueza dos acionistas (FRIEDMAN, 1970). Contudo, a alocação de recursos 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), a tarefa de maximizar simultaneamente diversos objetivos parece impraticável para os gestores. Nesse contexto, diante de uma multiplicidade de metas a

serem alcançadas, é mais provável que os gestores ajam em prol de seus interesses individuais, aproveitando-se da dificuldade dos investidores em monitorá-los de perto.

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 estabelecer, monitorar e alcançar os objetivos corporativos, a governança corporativa abrange tanto aspectos internos, como controles internos e estrutura do conselho, quanto aspectos externos, como o relacionamento com acionistas e partes interessadas (MALLIN; MULLINEUX; WIHLBORG, 2005).

Desse modo, a governança corporativa pode estar associada a níveis maiores de resiliência organizacional, uma vez que suas boas práticas atraem investidores comprometidos com metas de longo prazo, contribuindo assim para a estabilidade das ações em tempos turbulentos (TAIT; LOOSEMORE, 2009). Uma análise de empresas listadas dos Estados Unidos, Austrália, China, Hong Kong e Coreia do Sul durante a pandemia de COVID-19 revelou que as empresas bem governadas se mostraram mais resilientes em termos de retorno das ações (HOANG; NGUYEN; HOANG, 2021).

Liang *et al.* (2016) notaram que os indicadores fundamentais de governança corporativa para avaliar a probabilidade de falência de negócios incluem a composição do conselho e a estrutura de propriedade. De fato, os controles internos que abrangem a estrutura acionária, as características do conselho, a supervisão externa e a remuneração da administração são considerados os principais elementos que revelam e previnem o mau desempenho, escândalos e fraudes. Por outro lado, caso esses mecanismos de governança falhem, os controles externos, como os regulamentos legislativos, o mercado de fusões e aquisições e a rivalidade no mercado de manufatura) provavelmente interferirão no controle corporativo, especialmente em mercados financeiros e de ações bem estabelecidos (LIANG *et al.*, 2016). O foco deste estudo está nos mecanismos internos de governança corporativa, particularmente na estrutura de propriedade e na estrutura/características do conselho de administração e diretores presidentes (CEOs).

Em relação à estrutura de propriedade, Li *et al.* (2022) examinaram, entre outros aspectos, a concentração acionária e a natureza da propriedade. A concentração acionária entendida como a proporção de ações ordinárias pertencentes aos, nesse caso, três maiores acionistas repercute nas empresas brasileiras (FREITAS *et al.*, 2020). Esse cenário revela não somente a concentração acionária predominante entre poucos acionistas, mas também

um alto nível dessa concentração, refletindo as características do mercado acionário brasileiro (DOS SANTOS, 2023; FREITAS *et al.*, 2020).

A concentração acionária é frequentemente observada pelo seu papel no desempenho financeiro empresarial, construto ligado à resiliência. Nashier e Gupta (2023) em sua pesquisa descobriram 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 evidências de um impacto positivo, como indicado pelo retorno sobre o patrimônio líquido.

Em contexto 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 foi significativamente afetado pela concentração acionária. Os mesmos autores também testaram o papel da concentração acionária durante a crise de 2008 e constataram que, durante esse período, a concentração acionária apresentou prejuízo o valor da firma (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015). Dessa forma, é pertinente investigar se durante a pandemia da COVID-19 a concentração acionária atuou como um facilitador na superação de dificuldades ou se, ao contrário prejudicou os interesses dos pequenos investidores (LI *et al.*, 2022). Com base nessas considerações, surge a seguinte hipótese:

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

No cenário brasileiro, caracterizado pela significativa participação governamental nas empresas e pela concentração excessiva na estrutura de propriedade do país (DOS SANTOS, 2023) torna-se relevante estudar a natureza da propriedade, uma vez que esta pode influenciar o nível de governança corporativa. Empresas estatais, que desempenham um papel fundamental na economia brasileira (GUIMARÃES; DA SILVA, 2020), frequentemente são obrigadas a adotar melhores práticas de governança sob orientação do governo (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). Além disso, Ding *et al.* (2021) ao encontrarem que empresas controladas pelo governo demonstram maior imunidade ou resiliência em tempo de crise, atribuíram esse efeito à disponibilidade de recursos e apoio mais substanciais provenientes do Estado.

No mesmo sentido, Beuselinck *et al.* (2017) ao estudar empresas europeias durante a crise de 2008, concluíram que empresas com propriedade governamental demonstraram menor volatilidade. Os autores também sugeriram que esse resultado pode ser atribuído a empresas localizadas em países com menor incidência de corrupção e

maior proteção aos investidores. Em contrapartida, 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 durante períodos de crise a volatilidade dos preços das ações das estatais aumentou. Essa elevada volatilidade financeira, caracterizada por Ortiz-de-Mandojana e Bansal (2016) é indicativa de baixa resiliência. Por isso, a seguinte hipótese sugere que:

Hipótese 1b: A propriedade governamental afeta a resiliência financeira.

Além desses mecanismos de estrutura de controle e propriedade, o interesse por estudos voltados a empresas familiares e a governança corporativa têm aumentado significativamente, 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.

Ao analisar o impacto das empresas familiares na performance organizacional, destaca-se sua resiliência em tempos de crise quando comparadas com empresas não familiares (MINICHILLI; BROGI; CALABRÒ, 2015). Mais especificamente, quanto aos retornos das ações, as empresas familiares demonstraram um desempenho superior durante a pandemia (DING *et al.*, 2021). Apesar disso, um estudo conduzido no Brasil por Goes, Martins e Machado Filho (2017), conclui que, em termos de desempenho financeiro, valor de mercado e total da empresa, as empresas familiares tendem a apresentar resultados negativos quando comparadas com empresas de controle não-familiar. Sendo assim, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1c: A propriedade familiar afeta a resiliência financeira.

O conselho de administração, principal órgão de governança corporativa (IHLENFFELDT; COLAUTO, 2020), é objeto de crescente atenção na literatura. 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 reduzido do conselho é uma característica destacada por Armeanu *et al.* (2017) como potencialmente 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 de administração maiores estão associados a um desempenho positivo e à criação de valor organizacional, refletindo, portanto, uma maior 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 também destaca outras características do conselho de administração que podem explicar sua eficiência (DOS SANTOS, 2023), entre elas a independência do conselho, que se refere à proporção de conselheiros que não possuem vínculos diretos com a empresa. Estudos têm apontado 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), corroborou essa tendência ao rejeitar a hipótese de que conselheiros independentes afetariam positivamente o desempenho. Diante das divergências na literatura quanto ao impacto da independência do conselho em variáveis diretamente relacionadas à resiliência financeiras das empresas, sugere-se a seguinte hipótese:

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

Nos estudos sobre governança corporativa, frequentemente as características dos conselheiros como fator impactante. Župerkienė *et al.* (2021) observaram que em tempos de crise, como durante a pandemia de COVID-19, os executivos enfrentaram constantes desafios, independentemente do nível e tamanho organizacional. Além disso, Altarawneh, Shafie e Ishak (2020) destacaram que o papel dos executivos foi essencial para a performance empresarial, seja ela de sucesso ou fracasso.

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

robustas antes da COVID-19, (2) menor exposição ao vírus, (3) maior engajamento em atividades de responsabilidade social corporativa e (4) executivos menos entrincheirados, tiveram seus retornos de ações menos impactados. O entrincheiramento é um fator determinante, que, na literatura, pode estar associado ao tempo do “mandato” de um diretor, ou tenure. O argumento principal é que, com o passar do tempo, os executivos tendem a se tornar mais entrincheirados, o que se associa com o desempenho insatisfatório (PRICE; SALAS; SIRMANS, 2015). Este estudo adota como proxies do entrincheiramento a dualidade, o tenure e a idade do diretor presidente.

A dualidade ocorre quando a mesma pessoa que ocupa os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração (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, resultados opostos têm sido observados. 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 3a: A dualidade de executivos afeta a resiliência financeira.

Outra proxy de entrincheiramento é o tenure, que representa o tempo de mandato 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 encontraram relação significativa. A literatura apresenta resultados dispersos nesse aspecto, como também observado por Darouichi *et al.* (2021) que defenderam a inconclusividade dos estudos sobre o tenure, especificamente em relação à performance, há pesquisas que encontram resultados positivos, negativos ou ainda relações curvilíneas.

Quanto à resiliência financeira, embora não existam pesquisas que analisem diretamente sua relação com o tenure, a pesquisa de Pan, Wang e Weisbach (2015) encontrou que o maior tenure do diretor presidente reduz a volatilidade das ações, um fator que, posteriormente, foi utilizado 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 3b: O tenure dos executivos afeta a resiliência financeira.

Outra característica discutida é a idade dos executivos, e os resultados são diversos, apresentando 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 estar relacionada também com experiência, conexões e conhecimento acumulado ao longo do tempo. 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 gestores mais jovens tendem a contribuir de forma mais significativa para a organização. Assim, formula-se a última hipótese:

Hipótese 3c: A idade dos executivos afeta a resiliência financeira.

4. Metodologia

Considerando o contexto epistemológico positivista, esta pesquisa é caracterizada como descritiva, pois busca associar duas características empresariais previamente estudadas e exploradas na literatura existente. O presente estudo é de abordagem quantitativa pelo fato de que trabalha com variáveis numéricas e métodos estatísticos na tentativa de descrever quantitativamente determinado fenômeno. Para isso, emprega-se o método da estatística multivariada, conjunto de técnicas estatísticas relevantes para descrever um determinado grupo exposto a um mesmo fenômeno baseando-se em todas as variáveis e suas interações (DIAS; SILVA; MACEDO, 2019).

De modo a alcançar o objetivo proposto, foram adotados modelos econométricos para a análise dos dados. Especificamente, foram realizadas análises com base em modelos de painel, que envolvem muitas cross-sections em vários períodos de tempo. Trata-se de dados longitudinais cujo uso tem se expandido cada vez mais devido à disponibilidade

dos dados ao longo do tempo (FÁVERO; BELFIORE, 2017), aproveitando sua principal vantagem: o alto nível de precisão (CAMERON; TRIVEDI, 2005).

Neste estudo, o painel é considerado curto, uma vez que o número de empresas (189) é maior que o número de períodos (5) ($T < N$) (FAVERO, 2013). Além disso, para dados em painel, há muitas possibilidades de modelos a serem empregados. Os três principais são: modelo com efeitos fixos (EF), modelos com efeitos aleatórios (EA) e o modelo POLS (*pooled ordinary least squares*). Para fazer uma escolha consistente, foram realizados testes.

Em primeiro lugar, os quatro pressupostos de uma regressão foram testados. Observou-se que (1) os resíduos não apresentam distribuição normal (teste Shapiro-Francia); (2) não há incidência de correlações altas entre as variáveis explicativas (*Variance Inflation Factor* igual a 1,27); (3) há heterosticidade (teste Breusch-Pagan); e (4) existe autocorrelação de primeira ordem (teste Wooldridge). A existência de heterosticidade pode ser corrigida pela adoção de um modelo com Erros-Padrão Robusto (DALCERO; HOFFMAN, 2022; FÁVERO; BELFIORE, 2017) enquanto a autocorrelação indica que os modelos de EF e/ou EA podem ser os mais adequados.

A fim de se certificar, realizaram-se os testes de Chow, de Breusch Pagan e de Hausman, cujos resultados são apresentados na Tabela 1. Por meio destes resultados, o modelo por Efeitos Aleatórios Robustos é o mais indicado.

Tabela 1- Testes de Especificação do Modelo de Regressão

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

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

A população deste estudo consiste em 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, totalizando 189 empresas. A coleta de dados realizada foi no site da CVM utilizando os formulários de referência (FRE), que disponibilizam as informações relacionadas 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 e concentração acionária.

4.1 Construção das variáveis

A variável dependente deste estudo é a resiliência financeira que foi examinada com base em dois aspectos relacionados ao mercado de ações: (i) severidade das perdas nos preços das ações (SEV); e (ii) tempo para recuperação dos preços das ações (TR). Evidências como as apresentadas por Torres e Augusto (2021), que sustentaram que uma organização pode ser considerada resiliente quando mantém o seu valor no mercado ao decorrer de um choque, são fundamentais para afirmar que as variáveis apontadas são adequadas para 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). Em outros termos, 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 adotou-se novamente DesJardine, Bansal e Yang (2019) e Xia, Qiao e Xie (2022), que definiram como o tempo necessário para que o preço mensal das ações da empresa atingisse seu nível pré-crise. Desjardine, Bansal e Yang (2019) defenderam que as variáveis severidade das perdas e tempo para recuperação representam aspectos de estabilidade e flexibilidade, respectivamente, da resiliência.

As variáveis independentes são relacionadas à governança corporativa. Para medir a estrutura de propriedade foram utilizadas as variáveis de: *Concentração acionária* (CONC); *Natureza da propriedade não-governamental* (PROP) e *Origem de propriedade familiar* (FAM). 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). 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.

A fim de analisar a relação entre a estrutura e características do conselho e a resiliência, o foco foi especificamente em *Tamanho do conselho* (TCA); *Independência do conselho* (IND) e *Dualidade de executivos* (DUA). 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, outras características dos diretores como *Tenure* (TE) e *Idade* (ID) foram estudadas. O *tenure* e a idade analisaram-se em anos de mandato e de vida respectivamente (PEREIRA *et al.*, 2016).

Finalmente, a variável independente relacionada a pandemia da COVID-19 (COV) 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.

Sendo assim, o modelo empírico de regressão de dados em painel adotado tem a seguinte forma:

$$SEV_{it} = \alpha + \beta_1 CONC_{it} + \beta_2 PROP_{it} + \beta_3 FAM_{it} + \beta_4 TCA_{it} + \beta_5 IND_{it} + \beta_6 DUA_{it} + \beta_7 TE_{it} + \beta_8 ID_{it} + \beta_9 COV_{it} + \beta_{10} CONTROLE_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

5. Análise e Discussão de resultados

5.1 Análise Descritiva

A amostra final é composta por 945 observações para 189 empresas ao longo de cinco anos (2018 a 2022). As 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” onde mais de 50% das empresas da base de dados se concentram. Este segmento, segundo Tristão e Souza (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. Quanto aos setores, aquele com o maior número de empresas é o “Outros” com 44 empresas seguido pelo setor da energia elétrica com 29 empresas.

A fim de aprofundar-se para entender melhor a dinâmica das variáveis propostas no estudo, a estatística descritiva foi elaborada (Tabela 2). 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 variável severidade das perdas é calculada a partir dos autores DesJardine, Bansal e Yang (2019) e Xia, Quiao e Xie (2022) que 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.

Tabela 2- 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 |
| PROP | 0,102646 | 0,303656 | 1 | 0 | 0 | 2,618521 | 7,856655 |
| FAM | 0,487831 | 0,500117 | 1 | 0 | 0 | 0,048692 | 1,002371 |
| 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 |
| TE | 5,42963 | 5,66299 | 73 | 1 | 4 | 4,702073 | 46,43523 |

| | | | | | | | |
|------|----------|----------|----------|-------|----------|----------|----------|
| 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.

Por meio do coeficiente de correlação possibilitou-se a identificação da relação linear entre as variáveis (Tabela 3). 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 (+), propriedade governamental (+), tamanho do conselho de administração (+) e conselheiros independentes (-).

Tabela 3- Matriz de Correlação

| Variável | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|------|
| (1) SEV | 1 | | | | | | | | | | | |
| (2) TR | -0,365* | 1 | | | | | | | | | | |
| (3) CONC | 0,224* | -0,166* | 1 | | | | | | | | | |
| (4) PROP | 0,081* | -0,098 | 0,147* | 1 | | | | | | | | |
| (5) FAM | -0,007 | 0,008 | 0,025 | -0,330* | 1 | | | | | | | |
| (6) TCA | 0,126* | -0,102 | -0,130* | 0,299* | -0,277* | 1 | | | | | | |
| (7) IND | -0,138* | 0,068 | -0,474* | 0,005 | -0,116* | 0,080* | 1 | | | | | |
| (8) DUA | -0,014 | -0,019 | 0,132* | -0,022 | 0,02 | -0,128* | -0,195* | 1 | | | | |
| (9) TE | -0,009 | -0,11 | 0,049 | -0,193* | 0,211* | -0,113* | -0,122* | 0,169* | 1 | | | |
| (10) ID | 0,043 | -0,141 | 0,121* | 0,04 | 0,037 | 0,068* | -0,094* | 0,174* | 0,425* | 1 | | |
| (11) TAM | 0,046 | -0,058 | 0,017 | 0,036 | 0,047 | 0,043 | 0,089* | -0,023 | -0,042 | -0,033 | 1 | |
| (12) ALAV | -0,125* | -0,038 | 0,002 | -0,099* | 0,006 | -0,047 | 0,041 | 0,113* | -0,026 | -0,018 | -0,081* | 1 |

Fonte: elaborado pelas autoras.

5.1 Determinantes da Resiliência Financeira

Uma vez que as variáveis referentes à propriedade governamental e familiar, tamanho do conselho de administração, dualidade e idade não apresentaram significância nos testes iniciais, a análise segue os resultados (Tabela 4) oriundos do modelo 2 a seguir:

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

Tabela 4- 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 ² overall | | 0,12 | | Número de grupos | | | 188 |
| R ² within | | 0,03 | | Prob > chi2 | | | 0 |
| R ² 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). Neste estudo, variáveis como a natureza da propriedade (familiar ou governamental) 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 e 1c referentes aos 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.

Quanto às características dos diretores presidentes (CEOs), 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 cuja relação com a resiliência financeira é negativa, resultado 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 (ŽUPERKIENĚ *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 nas 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 (ARÉVALO-ALEGRÍA; ACUÑA-DUARTE; KING-DOMÍNGUEZ, 2020; FREITAS *et al.*, 2020; LI *et al.*, 2022; WONG; LEE; CHANG, 2017), por isso buscou-se verificar 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 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 (BEN 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, Piekas e Julkovski (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 (DANI *et al.*, 2017; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015). Os resultados podem estar alinhados com os de Lazzaretti, Piekas e Julkovski (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 utilizado, 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. As relações esperadas e os sinais das relações encontradas entre as variáveis explicativas e a resiliência financeira estão sintetizados no Quadro 1 a seguir.

Quadro 1- Relação esperada e encontrada entre as variáveis explicativas e a resiliência financeira

| Variável Independente | Resultado Esperado | Relação Encontrada |
|---|---------------------------|---------------------------|
| Concentração acionária | +/- | + |
| Natureza da propriedade não-governamental | +/- | n/s |
| Origem de propriedade familiar | +/- | n/s |
| Tamanho do conselho | +/- | n/s |
| Independência do conselho | +/- | - |

| | | |
|-------------------------|-----|-----|
| Dualidade de executivos | + | n/s |
| Tenure | +/- | + |
| Idade | +/- | n/s |
| COVID-19 | - | - |

Fonte: elaborado pelas autoras.

6. 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, objetivou-se 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, 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, mais especificamente de efeitos aleatórios com erros padrões robustos.

A severidade das perdas média 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%, 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% por membros independentes.

Os resultados permitem ainda observar 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, de 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 à 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 (ŽUPERKIENĚ 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 é 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 3b 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 no 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 rejeitas uma vez que não se observou significância estatística. Sendo assim, a propriedade governamental (H1b) e familiar (H1c), o tamanho do conselho de administração (H2a), a dualidade (H3a) e a idade (H3c) do diretor presidente não afetam a resiliência financeira.

Essa pesquisa 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.

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 conhecer 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. Isso é, que com os 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, foi impossibilitada 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 operacionáveis considerando também que essas variáveis são por primeira vez utilizadas no cenário Brasileiro.

Além disso, outra limitação referente às variáveis é que 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*. Apesar da perspectiva do *bouncing forward* não ser foco deste estudo, a abordagem da resiliência financeira como aquela ligada à estratégias e medidas de recuperação, mas não de superação pode ser um fator limitante.

Sendo assim, sugere-se que futuros estudos visem utilizar mais variáveis que possibilitem a avaliação da resiliência em ambas facetas (*bounce back* e *bounce forward*) conjuntamente. Futuros estudos ainda podem concentra-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. Ainda, 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.

Referências

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.

AHMIĆ, 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.

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.

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.

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.

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.

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 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, Pâmela de Souza; SILVA, Higor Vinícius Rodrigues Spinel; 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.

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.

FÁVERO, 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.

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.

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.

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

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.

IHLENFFELDT, 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.

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, 2022a.

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, 2022b.

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>.

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 ĆORIĆ, 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.

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.

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.

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>.

SERFONTEIN, Estie; GOVENDER, Krishna. Embedded resilience properties identified in quality assurance an 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.

SINGH, Deeksha A.; GAUR, Ajai S. Business group affiliation, firm governance, and firm performance: Evidence from china and india. **Corporate Governance: An International Review**, [s. l.], v. 17, n. 4, p. 411–425, 2009.

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.pdfhttp://eprints.lse.ac.uk/43447/1/India_globalisation%2C_society_and_inequalities%28lsero%29.pdf<https://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>.

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.

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 Jiuan; 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, Guanghua. 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>.

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.

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.