

DOI: <http://dx.doi.org/10.9771/rcufba.v15i0.43804>

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO DE EMPRESAS BRASILEIRAS EM PERÍODO DE CRISE E PROSPERIDADE ECONÔMICA

*Corporate Governance and Economic Performance of Brazilian Companies in the Period of
Crisis and Economic Prosperity*

Caroline Keidann Soschinski

Universidade Regional de Blumenau
carolinesoschinski@yahoo.com.br

Adriana Kroenke

Universidade Regional de Blumenau
akroenke@furb.br

RESUMO

Esta pesquisa objetivou analisar a influência da governança corporativa (GC) no desempenho econômico de empresas brasileiras, durante período de crise e de prosperidade econômica. Para tanto, foram analisadas quantitativamente 56 empresas, nos anos de 2010 a 2016. O resultado referente a influência da dimensão geral da GC (composta por mecanismos relacionados a gestão, aos acionistas e as estratégias de integração) no desempenho econômico se mostrou positiva, somente em períodos de crise. Ao analisar a influência isolada das dimensões de GC, observou-se que os mecanismos relacionados a estratégias de integração influenciam positivamente o desempenho, tanto em períodos de crise como de prosperidade econômica, enquanto que os mecanismos relacionados a gestão influenciam positivamente o desempenho das firmas somente em período de recessão econômica. Esta pesquisa fornece indícios às empresas e demais partes interessadas de que diferentes mecanismos de GC podem contribuir para a maximização do desempenho econômico, em períodos economicamente distintos.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Desempenho econômico; Crise econômica; Brasil.

ABSTRACT

This research aimed to analyze the influence of corporate governance (CG) on the economic performance of Brazilian companies during a period of crisis and economic prosperity. Thus, 56 companies were analyzed quantitatively in the years 2010 to 2016. The result referring to the influence of the overall CG dimension (composed of management-related mechanisms, shareholders and integration strategies) in the economic performance was positive, only during the crisis period. When analyzing the isolated influence of the CG dimensions, it was observed that the mechanisms related to integration strategies positively influence performance, both in crisis and economic prosperity, while management-related mechanisms positively influence the performance of firms only in a economic recession. This research provides evidence to companies and other interested parties that different CG mechanisms can contribute to maximizing economic performance in different economic periods.

Keywords: *Corporate governance; Economic performance; Economic crisis; Brazil.*

1 INTRODUÇÃO

O principal fator que motiva as empresas a inserirem mecanismos de governança às suas práticas corporativas é a necessidade de monitorar e controlar a gestão, de modo a assegurar que os interesses dos gestores estejam alinhados com os dos acionistas (BIANCHI; NASCIMENTO, 2005). A necessidade de monitoramento desses interesses é evidenciada inicialmente por Berle e Means (1932) e posteriormente por Jensen e Meckling (1976), que destacam problemas advindos da separação entre propriedade e controle das empresas, os quais são conhecidos como conflitos de agência.

A minimização de conflitos de agência é um dos principais objetivos da governança corporativa (GC) e um dos motivos que levam as organizações a incorporarem mecanismos de controle ao contexto empresarial (ERFURTH; BEZERRA, 2013). Empresas que possuem práticas de GC podem ser vistas com maior transparência do que as demais e como consequência, se mostram mais competitividade no mercado (DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2007).

A importância dos mecanismos de GC foi percebida com maior notoriedade após o elevado número de escândalos financeiros, tanto em âmbito internacional como nacional, que colocaram em questão a eficácia dos mecanismos de GC em controlar os conflitos de agência e indicar um bom comportamento organizacional. Como exemplo desses escândalos, tem-se o caso da Enron e WorldCom em cenário internacional, e do Banco Pan Americano e Petrobrás em cenário nacional. Para Shahwan (2015), esses escândalos atraíram a atenção dos pesquisadores, reguladores e investidores para investigar a eficácia das práticas de GC e o seu consequente impacto na evidenciação fidedigna do desempenho das empresas.

As práticas de GC também ganharam notoriedade em períodos de crise econômica, pois de acordo com Schleifer e Vishny (1997), mecanismos de GC não apenas diminuem a vulnerabilidade das organizações em períodos de instabilidade econômica, mas também ampliam o acesso ao capital, reduzem custos de capital, minimizam a corrupção e reduzem riscos inerentes aos investimentos das empresas. Como consequência do uso da boa GC, estudos constataram empiricamente que boas práticas de GC levam as empresas a um melhor desempenho econômico.

Por ser um tema atual e de crescente interesse no mundo financeiro, Padachi, Ramsurrun e Ramen (2017) investigaram a relação entre os mecanismos de GC e o desempenho econômico em empresas africanas e constataram que o alto desempenho em GC estava positivamente relacionado com o alto desempenho econômico. De maneira semelhante, Malik e Makhdoom (2016) evidenciaram que as práticas de GC estavam fortemente relacionadas com o

desempenho das organizações da *Fortune Global 500*. Além desses, outras pesquisas recentes têm evidenciado que mecanismos de GC contribuem para o alto desempenho empresarial (SRIVASTAVA; KATHURIA, 2020; GUNNEY; KARPUZ; KOMBA, 2020; BHATIA; GULATI, 2021; GARCÍA-RAMOS; DÍAS, 2021; MOSHNI; OTCHERE; SHAHRIAR, 2021).

Por outro lado, pesquisas tem evidenciado que alguns dos mecanismos de GC acabam por impactar negativamente o desempenho das organizações (AFRIFA; TAURINGANA, 2015; O'CONNELL; CRAMER, 2010; UJUNWA, 2012). Fatores que podem auxiliar a compreender os distintos resultados são a cultura nacional e a maneira de medir GC. García-Ramos e Días (2021) identificaram que os mecanismos de GC analisados de forma conjunta eram capazes de sinalizar um maior desempenho das empresas. Contudo, quando os mecanismos foram analisados de modo separado, não demonstraram impacto algum. Mohsni, Otchere e Shahriar (2021) analisaram países em desenvolvimento e constataram que a cultura nacional possui papel moderador da relação entre GC e desempenho, o que significa que cada país, em decorrência de sua configuração cultural, pode evidenciar diferentes resultados acerca dessa relação.

Em cenário brasileiro, o estudo de Zago (2016) demonstrou que empresas engajadas com mecanismos de GC possuíam menor risco de ativos e maior expectativa de retorno sobre seus investimentos, o que demonstra um efeito benéfico gerado pelo envolvimento organizacional em práticas de GC.. Por outro lado, Dal Magro et al. (2015) analisaram a relação entre o tamanho do conselho de administração como mecanismos e GC e o desempenho de empresas públicas e não evidenciaram qualquer relação estatisticamente significativa entre os temas.

Em meio a esse contexto de resultados divergentes acerca da relação entre GC e desempenho organizacional, tanto em cenário nacional como internacional e ainda, considerando a importância da GC como forma de auxiliar as empresas a perpassarem pelo período de crise econômica, esta pesquisa tem como questão de pesquisa: Qual a relação entre GC e desempenho econômico de empresas brasileiras? Para responder à indagação proposta, o objetivo é analisar a influência da GC no desempenho econômico das empresas, considerando o período de crise e de prosperidade econômica.

A pesquisa se justifica mediante o posicionamento de Detthamrong, Chancharat e Vithessonthi (2017) que afirmam que a GC é um tema relevante a ser investigado, visto que os recentes escândalos corporativos e os resultados mistos na literatura colocam em questão a eficácia de boas práticas de GC em maximizar o desempenho das empresas. Além disso, este estudo visa responder a chamada de estudos de La Rosa e Bernini (2018), que investigaram o impacto do desempenho econômico e da recessão econômica na GC para empresas do setor de jogos. Os autores tratam sobre suas limitações e recomendam que futuras pesquisas investiguem quais mecanismos de GC são adequadas para maximizar o desempenho econômico principalmente em períodos de recessão. Portanto, de modo a acrescentar evidências a literatura sobre os efeitos da GC em períodos de recessão, esta pesquisa considera o cenário brasileiro (o qual perpassou não somente pelo período de crise, mas também de prosperidade) e utiliza o percentual de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) como fator de distinção da situação econômica do país.

Atrelado a isso, Shahwan (2015) ressaltou que em período de crise os mecanismos de GC podem desempenhar um importante papel nas organizações. Assim, essa pesquisa contribui por fornecer evidências empíricas sobre esse fenômeno. Além disso, busca-se contribuir para as empresas e seus *stakeholders*, ao fornecer evidências de que além de minimizar problemas de agência, a GC também é capaz de maximizar o desempenho econômico, gerando assim benefícios em termos de maior rentabilidade.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança Corporativa

A GC se fundamenta teoricamente nos achados iniciais de Berle e Means (1932) e posteriormente de Jensen e Meckling (1976), sendo que, em ambos os estudos, os autores trataram sobre os problemas oriundos da separação entre propriedade e controle da firma. Berle e Means (1932) sugeriram que o problema de agência surge dessa separação (da propriedade e do controle), considerando que, o proprietário da organização apenas possui o símbolo de propriedade, enquanto que a responsabilidade pelos negócios e pelas decisões é controlado pelos gestores, os quais são empoderados pelos proprietários.

O problema dessa relação, de acordo com Berle e Means (1932) é advindo dos distintos interesses do proprietário e do controlador, considerando que o controlador (gestor) possui uma tendência em agir prioritariamente em prol de seus benefícios individuais, deixando em segundo plano os interesses dos acionistas. Desta forma, Jensen e Meckling (1976) sugerem que os acionistas monitorem as ações dos gerentes mediante a inserção incentivos.

A GC pode ser entendida como um desses incentivos que tem como função estabelecer um leque de mecanismos responsáveis por monitorar e controlar o comportamento dos gestores (BIANCHI; NASCIMENTO, 2005). Assim, os mecanismos de GC são utilizados prioritariamente para alinhar interesses e reduzir a assimetria de informação entre gestores e acionistas e como consequência, acabam por melhorar o desempenho das firmas (SHLEIFER; VISHNY, 1997), pois representam sinais de que empresas menos arriscadas e que possuem maior expectativa de retorno sobre seus investimentos (ZAGO, 2016).

Em âmbito brasileiro, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) afirma que a GC possibilita maior transparência, equidade e responsabilidade corporativa, em um contexto que envolve os acionistas, os auditores externos, os gestores e o conselho de administração. Os mecanismos de CG, por sua vez, englobam fatores como as políticas da empresa, as características do conselho de administração, as demonstrações contábeis, o comitê de auditoria, a auditoria interna e externa e os demais fatores que possuem uma perspectiva relacionada as partes interessadas (BRENNAN; SOLOMON, 2008).

Os principais mecanismos, de acordo com Moretti (2017), estão voltados ao papel da estrutura de propriedade e do conselho de administração. Assim, de acordo com o IBCG (2015), o conselho de administração possui a função principal de tomar decisões acerca das estratégias empresariais, a fim de estabelecer um elo entre os gestores e acionistas. Desta forma, as características do conselho, como o tamanho e a independência, são compreendidos como fatores que contribuem para a minimização dos problemas de agência.

A estrutura de propriedade é também considerada um importante mecanismo de GC, visto que, de acordo com Ducassy e Guyot (2017), é responsável por proporcionar aos acionistas minoritários poder de controle ativo sobre os acionistas principais e assim, reduzir conflitos de agência. De acordo com o IBGC (2015), os mecanismos de estrutura de propriedade devem garantir que haja tratamento equitativo a todos os tipos acionistas, sejam eles minoritários ou majoritários. Ademais, para Nikoskelainen e Wright (2007) a participação ativa dos acionistas promove benefícios para a empresa de forma geral, como o crescimento da firma e maximização da capacidade de geração de caixa.

Por fim, de acordo com o IBGC (2015), existem os órgãos responsáveis pelo controle interno, como o comitê de auditoria, a auditoria independente, a auditoria interna e o conselho fiscal. De forma geral, todos esses órgãos visam a qualidade das informações divulgadas mediante as demonstrações financeiras, sendo responsáveis principalmente pela fiscalização e integridade das informações e pelo cumprimento das normas exigidas. Para Doidge, Karolyi e Stulz (2007), a inserção de boas práticas de GC gera benefícios organizacionais frente ao mercado e as partes interessadas, sendo que empresas engajadas em GC podem ser percebidas como empresas mais transparentes e competitivas do que as demais. Além disso, Shahwan (2015) evidenciou que os mecanismos de GC podem ser responsáveis por diminuir a

vulnerabilidade das empresas frente a períodos de instabilidade econômica. Por isso, o próximo capítulo discute o contexto de crise e prosperidade econômica.

2.2 Contexto de Crise e Prosperidade Econômica

Os períodos de crise econômica são geralmente perceptíveis para às empresas e podem afetá-las de forma rápida e ameaçadora (CHOWDHURY; LANG, 1993). Além disso, podem gerar impactos globais e afetar tanto a economia nacional como o desempenho das organizações (CABALLERO; HAMMOUR, 1991). Com relação as organizações, as incertezas propiciadas pelo contexto de crise acontecem geralmente porque esses períodos fornecem tendências contraditórias para a tomada de decisões e acabam afetando fatores dentro das organizações, como vendas, política de preços e outras decisões (FABREGÁ; NICOLAU, 2016).

O contexto de incerteza gerado pelas crises, concedeu destaque a GC, a qual é percebida neste cenário, como um instrumento capaz de minimizar a vulnerabilidade das firmas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). De acordo com Shahwan (2015), alguns escândalos econômicos de âmbito mundial foram responsáveis por atrair a atenção do governo, de pesquisadores e investidores, para investigar as práticas e os mecanismos de GC utilizados pelas organizações e o impacto que estes podem gerar no desempenho das firmas, em períodos de instabilidade econômica. A maioria dos escândalos envolveram falhas corporativas, o que dá destaque a GC por auxiliar no controle e monitoramento de atividades dentro das organizações (BIANCHI; NASCIMENTO, 2005).

De acordo com Carvalhal e Leal (2013), empresas que possuem mecanismos de GC tem maior facilidade de acesso a fontes de financiamento e menor custo para a obtenção de capital, sendo que a dificuldade de financiamento se configura como uma das principais consequências das crises econômicas. Portanto, para Maranhão, Fonseca e Frega (2016), a qualidade da GC pode ser um fator capaz de reduzir o impacto das crises e ainda, contribuir para o melhor desempenho dessas empresas frente a seus pares.

De acordo com Guerra (2009), as crises são responsáveis por reforçar a necessidade de mecanismos de GC e por assumir um papel didático de alertar as organizações frente à necessidade de adoção desses mecanismos de controle. Carlesso Neto (2014) investigou o papel da GC em momentos de crise financeira, constatando que empresas que continham melhores práticas corporativas tinham mais ações negociadas, com maior liquidez, menor volatilidade, menor risco e que proporcionavam maior segurança para os investidores.

Gulati, Nohria e Wohgezogen (2010) observaram que em média, uma empresa a cada seis não consegue passar por períodos de crise econômica, isso porque, ou acaba sendo adquirida por outra empresa ou entra em falência. Para Maranhão, Fonseca e Frega (2016), as empresas necessitam se mostrar atentas aos mecanismos de GC, pois falhas corporativas podem contribuir para o agravamento dos impactos da crise econômica nas organizações. Assim, esse leque de pesquisas sugerem a relevância das práticas de GC, especialmente durante períodos de instabilidade econômica.

2.3 Governança Corporativa e Desempenho Econômico

Além dos benefícios em períodos de crise, os mecanismos de GC foram percebidos empiricamente como fatores contributivos para o melhor desempenho econômico das firmas (DAL MAGRO et al., 2015; MALIK; MAKHDOOM, 2016; ZAGO, 2016; PADACHI; RAMSURRUN; RAMEN, 2017). Do ponto de vista da Teoria da Agência, quando os acionistas (no papel de principal) não conseguem controlar efetivamente os gestores (no papel de agentes), então o conselho de administração com um tamanho relativamente grande pode ter um papel de monitoramento do comportamento dos gerentes (GARCÍA-RAMOS; DÍAS, 2021). Semelhantemente, quando há assimetria informacional entre acionistas minoritários e majoritários, mecanismos que prezam pelo tratamento igualitário dos acionistas podem ter

papel de monitoramento também. A partir dessa visão, quando os interesses de principais e agentes estão alinhados, o desempenho organizacional tende a ser maior, pois agentes estarão trabalhando em prol da organização como um todo e não focados em seus objetivos privados (GARCÍA-RAMOS; DÍAS, 2021).

Na literatura, existem diversas maneiras pelas quais se pode observar o desempenho econômico de uma firma, como a rentabilidade, que de acordo com Pimentel e Lima (2011) pode ser entendida como uma medida do êxito econômico em relação ao capital que foi investido. Ainda, de acordo com Gitman (2004), existem medidas que buscam avaliar o lucro da empresa com relação a determinado nível de vendas ou com relação aos ativos. O autor sugere que sem lucros, ou sem a medida de lucros, não se pode atrair capital externo.

Nesse sentido, estudos evidenciaram que mecanismos de GC ou as boas práticas corporativas, podem influenciar no melhor desempenho econômico das organizações (BERTHELOT; MORRIS; MORRILL, 2010; LIU; WEI; XIE, 2014; MALIK; MAKHDOOM, 2016; ZAGO, 2016; PADACHI; RAMSURREN; RAMEN, 2017). Entretanto, os resultados sobre essa afirmação são divergentes, sendo que outros estudos evidenciaram que alguns dos mecanismos de governança influenciam negativamente o desempenho econômico (AFRIFA; TAURINGANA, 2015; O'CONNELL; CRAMER, 2010; UJUNWA, 2012). Para Love (2010), o fato de não haver consenso entre as investigações, decorre do fato de que essa relação depende das características específicas das firmas e do ambiente no qual estão inseridas.

Diversos estudos realizados em diferentes ambientes proporcionam achados acerca da influência da GC no desempenho econômico. No Canadá, Berthelot, Morris e Morrill (2010) analisaram as empresas listadas no *ranking* de GC publicado por um intermediário de informações de mercado, buscando verificar se essas empresas possuíam maior valor frente aos acionistas. Os autores analisaram 289 empresas durante os anos de 2002 a 2005 e os resultados evidenciaram que a classificação no *ranking* estava relacionada tanto ao valor de mercado como aos resultados contábeis das firmas.

Na Irlanda, O'Connell e Cramer (2010) investigaram a associação entre o desempenho da empresa e fatores como o tamanho do conselho de administração, a composição e as características do conselho. Os resultados encontrados sugerem uma associação negativa e significativa entre o tamanho do conselho e o desempenho da empresa e uma associação positiva e significativa entre o percentual de membros do conselho que não eram CEO e o desempenho.

Na Nigéria, Ujunwa (2012) analisou a influência das características dos conselhos de administração no desempenho de 122 empresas, durante o período de 1991 a 2008. Os achados demonstraram que o tamanho do conselho, a dualidade do CEO e a diversidade de gênero se mostraram negativamente relacionados com o desempenho da empresa. Em contrapartida, a *expertise*, a nacionalidade e a etnia dos membros do conselho foram positivamente relacionadas a rentabilidade do ativo total.

Na China, Liu, Wei e Xie (2014) estudaram o impacto da diversidade de gênero do conselho de administração no desempenho das empresas, durante o período de 1999 a 2011. Os resultados sugeriram que conselhos de administração mais diversificados também possuíam maiores níveis de desempenho. Além disso, foi evidenciado que empresas cujos conselhos eram constituídos por mais de três membros do sexo feminino tinham maior impacto no desempenho do que as empresas com menos membros do sexo feminino.

Malik e Makhdoom (2016) investigaram as 500 empresas da *Fortune Global* durante os anos de 2005 a 2012, constatando uma forte relação entre os mecanismos de GC e o desempenho, medido pelo *Q* de Tobin, ROA e retorno da ação. Entretanto, características como o tamanho do conselho, o número de reuniões e a remuneração do CEO, se mostraram negativamente relacionadas as variáveis de desempenho. Ao contrário da independência do conselho e a concentração de ações, que sugerem um aumento no *Q* de Tobin, no ROA e no

retorno das ações.

Srivastava e Kathuria (2020) evidenciaram que maiores índices de GC estavam relacionados ao melhor desempenho econômico e comercial de concessionárias na Índia. Guney, Karpuz e Komba (2020) identificaram que o tamanho do conselho de administração prejudica o desempenho das empresas, enquanto a presença de membros com ensino superior e de estrangeiros e funcionários públicos no conselho maximiza o desempenho das empresas. Ainda, os autores constataram que não há diferenças nos resultados ao considerar a crise financeira de 2008 e 2009. Assim, esse estudo conclui que para o contexto Indiano, em que a estrutura de propriedade é amplamente dominada por poucos acionistas, os mecanismos convencionais de GC se mostraram contraditórios ao maximizar o desempenho.

Bhatia e Gulati (2021) também identificou que o maior desempenho das empresas está relacionado a conselhos maiores e a uma alta proporção de diretores externos e femininos. Assim, o estudo fornece maneiras de aumentar a eficácia dos mecanismos de GC em prol de aumentar também o desempenho. Por fim, García-Ramos e Días (2021) identificaram que o tamanho do conselho de administração, sua independência e estrutura de liderança são antecedentes significativos que contribuem para o melhor desempenho financeiro das empresas europeias. Contudo, quando esses mecanismos foram analisados isoladamente, não se mostraram relevantes. Esses resultados ressaltam a importância de considerar diversos mecanismos de GC conjuntamente, como realizado nesta pesquisa.

Em países em desenvolvimento, incluindo o Brasil, Mohsni, Otchere e Shahriar (2021) evidenciaram que a diversidade de gênero do conselho de administração está relacionada ao maior desempenho das empresas de 27 países. Além disso, os autores identificaram que nos anos seguintes a crise de financeira houve um aumento considerável no número de mulheres integrantes do conselho, o que significa que a crise foi um determinante para reforçar a importância da diversidade de gênero como mecanismos de monitoramento nas empresas. Por fim, o estudo demonstra que a relação entre a diversidade de gênero e o desempenho das empresas é moderado por características culturais, o que explica diferentes resultados em diferentes países investigados.

Em cenário brasileiro, Vieira et al. (2011) investigaram se a adoção de práticas de GC influenciava na estrutura de capital e no desempenho econômico de 84 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3). Os resultados não permitiram aos autores inferir conclusões concretas sobre a influência exercida pela GC no desempenho. Mais recentemente, Dal Magro et al. (2015) estabeleceram um *ranking* de 25 cooperativas agropecuárias, baseando-se em seus indicadores econômicos e nos mecanismos de GC, durante o ano de 2013. Os achados demonstraram que não existe uma relação significativa entre o tamanho do conselho de administração e o número de cooperados, e os melhores indicadores de desempenho econômico das empresas do *ranking*.

Por fim, Zago (2016) verificou a influência da GC eletrônica no desempenho econômico e financeiro de 48 empresas listadas no índice BOVESPA, durante o ano de 2012 a 2014. Os resultados evidenciaram que medidas como o beta possuem relação negativa com a GC e que o maior número de práticas de CG estava relacionado com a maior expectativa de retorno sobre os investimentos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população do estudo foi representada pelas empresas públicas brasileiras listadas na base de dados *Refinitiv Eikon*. Para delimitação da amostra, foram excluídas as empresas que não continham dados para cálculo das variáveis e as empresas financeiras por possuírem características peculiares que as tornam consideravelmente diferentes das demais empresas da amostra. As empresas cujos dados foram considerados *outliers*, por estarem a três desvios-padrão acima ou abaixo da média, também foram excluídas. Além disso, foram excluídas as

empresas que apresentaram valor negativo no Patrimônio Líquido (PL) para evitar viés no cálculo da variável de Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

A amostra representou 56 empresas brasileiras, analisadas durante os anos de 2010 a 2016. Durante este período, obteve-se um total de 392 observações, sendo 224 em períodos de prosperidade econômica e 168 em períodos de crise econômica. As variáveis utilizadas na pesquisa foram coletadas na base de dados *Refinitiv Eikon* e estão expostas na Tabela 1.

Tabela 1 – Variáveis da pesquisa

Variável	Descrição	Cálculo	Autores
Variáveis dependentes			
Rentabilidade do Ativo Total (ROA)	Mede a rentabilidade que a empresa propicia em relação aos investimentos totais.	EBIT / Ativo Total	Almeida, Klotzle e Pinto (2013); Liu, Wei e Xie (2014).
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	Mede a rentabilidade auferida pelo capital próprio da empresa.	Lucro líquido / Patrimônio Líquido	Liang, Xu e Jiraporn (2013); Almeida, Klotzle e Pinto (2013).
Variáveis independentes			
Governança Corporativa	Gestão (GC_Ges)	Mede o compromisso e a eficácia de uma empresa para seguir as melhores práticas e princípios de governança corporativa.	Pontuação: Varia de 0 a 100. Base de dados <i>Refinitiv Eikon</i>
	Acionista (CG_Aci)	Avalia a eficácia de uma empresa para a igualdade de tratamento dos acionistas e o uso de dispositivos anti-takeover.	
	Estratégias de integração (GC_Est)	Reflete as práticas de uma empresa para comunicar e integrar as dimensões econômicas (financeiras), sociais e ambientais em seus processos de tomada de decisão do dia a dia.	
	Geral (GC_Geral)	Mede a GC de maneira geral, pela média das dimensões de gestão, acionista e estratégias de integração.	
Variáveis independentes de controle			
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total.	LN do Ativo Total	Liang, Xu e Jiraporn (2013); Shahwan (2015).
Endividamento (END)	Relação das dívidas com terceiros sobre o ativo total.	Exigível Total / Ativo Total	Liu, Wei e Xie (2014); Shahwan (2015).

Legenda: LN: Logaritmo natural.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 1, pode-se observar a mensuração da variável dependente de desempenho econômico mediante duas variáveis, as quais visam gerar maior robustez aos resultados. A primeira variável corresponde ao Retorno sobre o Ativo (ROA – *Return On Assets*) e a segunda variável ao Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE - *Return On Equity*). Ambas representam o desempenho econômico de uma empresa e, portanto, analisou-se cada uma delas separadamente. Com relação as variáveis independentes de GC, foi utilizada a medida agregada (GC_Geral), calculada como a média das três subdimensões de GC, as quais são: gestão (GCGes), acionistas (GCACi) e estratégias de integração social, ambiental e econômica (GCEst). Assim, foi possível realizar uma análise principal considerando a GC de forma integrada e, uma análise complementar, considerando as subdimensões de GC (gestão, acionistas e estratégias de integração).

Essas variáveis foram elaboradas de acordo com metodologia própria da *Refinitiv Eikon*, em que cada dimensão de GC possui diversos critérios, os quais visam analisar se a empresa atende determinado critério em suas práticas corporativas, ou não. Com base nesses itens, a base de dados gera um *score* que varia de 0 (nenhum dos critérios é atendido pela empresa) a 100 (todos os critérios são atendidos pela empresa). A variável referente à gestão (GCGes) é composta por 56 critérios que analisam se a empresa possui política de funções do conselho, comitê de GC, comitê de auditoria, política de independência do conselho, política de diversidade do conselho, entre outras. A variável referente acionistas (GCACi) é composta por 35 critérios que analisam se a empresa possui política de direito dos acionistas, de direito igualitário de voto, de engajamento dos acionistas, entre outras. Por fim, a variável de estratégias (GCEst) é composta por 11 critérios que analisam se a empresa possui comitê de sustentabilidade, se busca o engajamento das partes interessadas, se divulga relatório de sustentabilidade, se atende as diretrizes do GRI, dentre outros.

Finalmente, para operacionalização das variáveis da Tabela 1, utilizou-se do método estatístico de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (do inglês Ordinary Least Square - OLS), com erros padrão robustos, a fim de corrigir problemas de heterocedasticidade. Além disso, utilizou-se efeitos fixos de setor e ano a fim de controlar efeitos não observáveis entre os setores e os anos. As equações formuladas estão divididas em duas, sendo que, cada uma delas tem o intuito de verificar a influência da GC nas métricas utilizadas para o desempenho econômico.

A equação 1 identifica se o ROA é influenciado pela governança corporativa (GC_Geral) e a equação 2 identifica se o ROE é influenciado pela governança corporativa (GC_Geral), durante o período de prosperidade econômica e crise econômica. As equações foram operacionalizadas pelo *software Stata* versão 13.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GCG_Geral + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 END_{it} + \sum Efeitos\ Fixos_SETOR + \sum Efeitos\ Fixos_ANO + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_Geral + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 END_{it} + \sum Efeitos\ Fixos_SETOR + \sum Efeitos\ Fixos_ANO + \varepsilon \quad (2)$$

Com a intenção de melhor compreender os resultados obtidos, operacionalizou-se às equações 3 e 4, que buscam analisar a influência das distintas dimensões de GC no desempenho.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GCGes_{it} + \beta_2 GCACi_{it} + \beta_3 GCEst_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 END_{it} + \sum Efeitos\ Fixos_SETOR + \sum Efeitos\ Fixos_ANO + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 GCGes_{it} + \beta_2 GCACi_{it} + \beta_3 GCEst_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 END_{it} + \sum Efeitos\ Fixos_SETOR + \sum Efeitos\ Fixos_ANO + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

O período de recessão (crise) e de prosperidade econômica (não crise) utilizados para

operacionalização das equações 1 e 2, foram identificados com base nas informações do PIB brasileiro de cada ano. Os valores mais elevados de PIB representam o período de prosperidade econômica e os menores valores representam o período de recessão. Essa separação de períodos foi realizada com base na pesquisa de Barbosa Filho (2017), que considera que a economia brasileira enfrenta grave recessão econômica desde 2014.

De acordo com Barbosa Filho (2017) diversos foram os fatores que se alteraram durante o período de prosperidade econômica e que levaram o país a crise. Entre os principais, o autor destaca a Nova Matriz Econômica (NME) adotada a partir de 2011/2012 e a sua política monetária, o controle de preços, as contas públicas e risco do país. Mais especificadamente, com a NME, houve uma forte intervenção governamental na economia, a qual combinou a política monetária com a redução da taxa de juros, política fiscal com dirigismo no investimento, além de elevação de gastos, intervenção nos preços e concessão de subsídios. Com isso, a NME reduziu a produtividade da economia brasileira.

Além desses aspectos econômicos e fiscais, outro importante fator ocorrido em 2012/2013 e que contribuiu para o país entrar em crise foi a forte seca no período. Como agravamento dessa situação, a política energética do governo reduzir tarifas de energia em 2013, o que elevou o consumo em pleno período de escassez. Em conjunto, os erros de políticas públicas e fatores sazonais como a seca, levaram a economia brasileira a uma série de choques de oferta e demanda, que reduziram a capacidade de crescimento da economia do país e geraram um custo fiscal elevado, especialmente a partir de 2014, quando o PIB passou por uma considerável queda (BARBOSA FILHO, 2017).

A separação dos períodos considera os anos posteriores à 2014 como períodos de recessão econômica, conforme apresentado pela Tabela 2.

Tabela 2 - Períodos de crise e não crise

Período	Ano	PIB (%)
Prosperidade econômica (não crise)	2010	7,50%
	2011	3,90%
	2012	1,90%
	2013	3,00%
Recessão econômica (crise)	2014	0,10%
	2015	-3,80%
	2016	-3,60%

Fonte: *World Bank* (Banco Mundial).

Conforme Tabela 2, observa-se o elevado valor do PIB nos anos de 2010, 2011, 2012 e 2013, períodos estes caracterizados neste estudo, como período de prosperidade econômica (não crise). Entretanto, percebe-se que em 2014 o PIB teve drástica diminuição e posteriormente, tornou-se negativo, motivo este pelo qual os anos de 2014, 2015 e 2016 foram considerados como período de recessão econômica (crise).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Primeiramente, ressalta-se que os dados são divididos entre período de prosperidade (2010 a 2013) e crise econômica (2014 a 2016) em todas as análises. Na Tabela 3, apresentam-se os resultados relativos a estatística descritiva e teste de médias entre as variáveis.

Tabela 3 - Estatística descritiva e teste de média das variáveis.

Variáveis	Prosperidade econômica		Crise Econômica		Teste t-Student	
	Média	DP	Média	DP	t	Sig.
ROA	0,0806	0,0777	0,0708	0,0693	-1,31	0,189
ROE	0,1540	0,2582	0,0438	0,4056	-3,27	0,001*
GC_Geral	50,3208	15,6205	51,7006	15,0354	0,87	0,380
GC_Ges	48,3172	26,8452	52,1455	27,1758	1,39	0,165
GC_Aci	52,7971	28,9115	52,0351	29,8438	-0,25	0,799
GC_Est	49,8485	28,5406	50,9211	26,6981	0,37	0,705
TAM	22,5932	1,1349	22,3437	1,1750	-2,11	0,036*
END	0,5731	0,1706	0,6127	0,1839	2,17	0,030*
N	224		168			

*Significância ao nível de 5%; ** Significância ao nível de 10%; N representa o número de observações.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Observa-se que em período de crise econômica o desempenho das empresas (ROA e ROE) é menor do que durante o período de prosperidade econômica. A maior diferença entre o desempenho na comparação de períodos pode ser observada pela variável de ROE, que durante o período de prosperidade econômica era de 0,15 decaindo significativamente para 0,04 no período de crise. Esses resultados corroboram com o estudo de Pamplona, Silva e Silva (2017), que observaram o desempenho econômico das empresas durante 20 anos (1996 a 2015). Os autores também evidenciaram diferenças significativas entre os valores de ROE e ROA para os períodos de crise e não crise.

Com relação as variáveis de GC (GC_Geral, GC_Ges e GC_Est), percebe-se um aumento no período de crise econômica, ao contrário do indicador de GC destinado aos acionistas (GC_Aci), que apresentou suave diminuição. Essas observações indicam que as empresas buscaram investir mais em mecanismos de gestão e estratégias do que de proteção aos acionistas neste período. Com relação as variáveis de controle, observa-se que o tamanho das empresas teve uma diminuição significativa no período de crise econômica, ao contrário do endividamento, que aumentou nesse período.

Apresenta-se na Tabela 4, os resultados referentes as questões 1 e 2.

Tabela 4 - Influência da governança corporativa (GC_Geral) no desempenho econômico
Painel A - Influência da GC na rentabilidade sobre o ativo (ROA)

Variáveis	Prosperidade Econômica		Crise Econômica	
	Coefficiente	Sig.	Coefficiente	Sig.
Constante	0,3304097	0,097**	0,2311318	0,128
GC_Geral	0,0005418	0,062**	0,001476	0,000*
TAM	-0,012413	0,166	-0,0105855	0,131
END	0,0445777	0,265	-0,0270673	0,521
Efeito fixo setor	Sim		Sim	
Efeito fixo ano	Sim		Sim	
<i>R-squared</i>	0,1441		0,1810	
Sig. do Modelo	0,0000		0,0001	
N° Observações	224		168	
VIF	2,08		2,15	
Durbin Watson	2,0691		1,4772	

Painel B - Influência da GC na rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE)

Variáveis	Prosperidade Econômica		Crise Econômica	
	Coefficiente	Sig.	Coefficiente	Sig.
Constante	0,4854383	0,406	-0,6977812	0,449
GC_Geral	0,0012031	0,320	0,0060759	0,001*
TAM	-0,0186531	0,496	0,035651	0,441
END	0,2370731	0,117	-0,5573149	0,056**
Efeito fixo setor	Sim		Sim	
Efeito fixo ano	Sim		Sim	
<i>R-squared</i>	0,1043		0,1168	
Sig. do Modelo	0,0002		0,0016	
N° Observações	224		168	
VIF	2,08		2,15	
Durbin Watson	1,9173		1,9870	

*Significância ao nível de 5%; ** Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que os modelos referentes ao período de prosperidade e crise econômica se mostraram estatisticamente significativos e com um coeficiente de determinação (representado pelo R²) que variou de 10% a 18%. Além disso, atendendo aos pressupostos básicos da regressão linear múltipla OLS, verificou-se que não há problemas de multicolinearidade das variáveis, pois o maior valor de VIF dentre os modelos foi de 2,15. Com relação à autocorrelação dos resíduos, verificou-se mediante o teste de *Durbin Watson* que os modelos apresentaram valores entre 1 e 3, o que indica que este pressuposto está de acordo com o adequado. O pressuposto da normalidade foi relaxado em função do número de observações e a heterocedasticidade foi minimizada pela utilização de erros padrão robustos.

A GC se mostrou mais fortemente relacionado com o desempenho econômico em períodos de crise, onde o ROA e o ROE apresentaram relação positiva e significativa a nível de 5% com as práticas de GC (Painel A e B), ao contrário de quando se observa o período de prosperidade econômica, onde a GC se mostrou positivamente relacionada somente com o ROA (Painel A), e ainda a nível de 10%. Tais achados podem ser compreendidos mediante explicações anteriores de Villanueva-Villar, Rivo-López e Lago-Peñas (2016), que afirmam que as práticas de GC possuem maior relevância quando as condições de mercado não são favoráveis, como os momentos de crise, o que justifica a forte relação entre GC e desempenho

econômico em momentos de crise.

Com o intuito de melhor explorar a relação entre os mecanismos de GC e o desempenho econômico, realizou-se uma análise adicional que contempla as subdimensões de GC (gestão, acionistas e estratégicas de integração). Assim, na Tabela 5 podem ser observados os resultados das equações 3 e 4.

Tabela 5 - Influência da GC (GC_Ges, GC_Aci, GC_Est) no desempenho econômico

Painel A - Influência da GC na rentabilidade sobre o ativo (ROA)				
Variáveis	Prosperidade Econômica		Crise Econômica	
	Coefficiente	Sig.	Coefficiente	Sig.
Constante	0,4736511	0,012*	0,372644	0,006*
GC_Ges	0,000123	0,555	0,0003269	0,090**
GC_Aci	-0,0005097	0,014*	0,0000527	0,802
GC_Est	0,0009301	0,000*	0,0011897	0,000*
TAM	-0,0180438	0,027*	-0,0168914	0,007*
END	0,0422584	0,241	-0,0349306	0,356
Efeito fixo setor	Sim		Sim	
Efeito fixo ano	Sim		Sim	
<i>R-squared</i>	0,2563		0,2729	
Sig. do Modelo	0,0000*		0,0000*	
Nº Observações	224		168	
VIF	2,31		2,28	
Durbin Watson	1,848554		1,490864	
Painel B - Influência da GC na rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE)				
Variáveis	Prosperidade Econômica		Crise Econômica	
	Coefficiente	Sig.	Coefficiente	Sig.
Constante	0,8604821	0,130	-0,0362212	0,966
GC_Ges	0,0004322	0,558	0,002495	0,040*
GC_Aci	-0,0017118	0,042*	-0,0011167	0,378
GC_Est	0,0024426	0,004*	0,004612	0,000*
TAM	-0,0330911	0,203	0,0075527	0,861
END	0,2258423	0,114	-0,619366	0,032*
<i>R-squared</i>	0,1923		0,1929	
Sig. do Modelo	0,0000*		0,0001*	
Nº Observações	224		168	
VIF	2,31		2,28	
Durbin Watson	1,774514		2,011959	

*Significância ao nível de 5%; ** Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que os modelos referentes ao período de prosperidade e crise econômica se mostraram estatisticamente significativos e com um coeficiente de determinação (representado pelo R²) de 25% e 27% para os modelos referentes ao ROA, e de 19% para ambas as equações referentes ao ROE. Além disso, atendendo aos pressupostos básicos da regressão linear múltipla OLS, verificou-se a multicolinearidade entre as variáveis por meio do teste VIF, constatando que todos os quatro modelos atendem a este pressuposto. Ademais, por meio do teste *Durbin Watson*, testou-se o pressuposto de autocorrelação dos resíduos, constatando também que os modelos não estão expostos a este viés problemas.

Observa-se que a GC referente ao compromisso e a eficácia das empresas em seguirem

as melhores práticas e princípios de governança (GC_Ges), apresentou-se positivamente e significativamente relacionada com o ROA (Painel A) e com o ROE (Painel B), no período de crise econômica. Estes resultados inferem que durante o período de crise econômica (2014 a 2016), as empresas com melhores práticas de GC relacionadas a gestão, são capazes de maximizar seu desempenho econômico. Empresas que possuem um comitê de auditoria, possuem política de independência do conselho, política de diversidade do conselho, por exemplo, estão propensas a terem um melhor desempenho econômico do que aquelas que não possuem esses mecanismos de GC direcionados a gestão da firma.

Tal achado vai ao encontro do explanado por Villanueva-Villar, Rivo-López e Lago-Peñas (2016), que afirmam que as boas práticas de GC, em seu estudo medidas por algumas características do conselho de administração, são menos relevantes quando as condições de mercado são favoráveis. Tais afirmações, sugerem uma possível explicação para a significância obtida somente no período de crise econômica, quando de acordo com os autores, a GC possui maior relevância para as práticas empresariais.

Além disso, os resultados corroboram com a pesquisa de Afrifa e Tauringana (2015), Malik e Makhdoom (2016), Padachi, Ramsurrun e Ramen (2017) e La Rosa e Bernini (2018), por encontrarem uma relação positiva entre GC e desempenho econômico. Entretanto, este estudo se diferencia dos demais por investigar boas práticas de GC por meio de uma métrica que contempla diversas práticas realizadas dentro das organizações, ao contrário destes estudos citados, os quais investigaram apenas algumas características específicas do conselho de administração como medidas de GC.

Em cenário brasileiro, este resultado gera evidências complementares ao estudo de Vieira et al. (2011), pois os autores não puderam inferir conclusões concretas acerca da influência da GC no desempenho das empresas brasileiras. Assim, complementa-se esse achado por fornecer evidências de que os mecanismos de GC direcionados a gestão empresarial, tendem a otimizar o desempenho econômico das firmas, mas essa relação apenas acontece quando há instabilidade econômica no país e as empresas se tornam mais vulneráveis.

Com relação a variável de GC referente à eficácia das empresas em tratar de forma igualitária os seus acionistas minoritários e majoritários (GCAci), identificou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa com o desempenho econômico (ROA e ROE), no período de prosperidade econômica. Esse resultado contraria os preceitos teóricos de Nikoskelainen e Wright (2007), que entendem que a participação ativa dos acionistas pode ser um fator de influência para que a empresa obtenha benefícios, como o crescimento e a maximização da capacidade de geração de caixa. Assim, essa evidência se mostra divergente e passível de investigações aprofundada capaz de compreender o porquê esses mecanismos relacionados aos acionistas estão propensos a minimizar o desempenho econômico no cenário brasileiro.

Com relação a variável de GC referente às práticas empresariais relacionadas a comunicação e integração de dimensões econômicas, sociais e ambientais com os processos de tomada de decisão (GC_Est), identificou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho econômico (ROA e ROE), durante ambos os períodos, tanto de prosperidade como crise econômica. Infere-se que tais práticas de GC estão positivamente relacionadas ao desempenho econômico das empresas independentemente do contexto econômico enfrentado.

Dentre as três dimensões de GC analisadas, a dimensão direcionada a mecanismos de integração de práticas sociais, ambientais e econômicas ao processo de decisão foi a única que demonstrou relação positiva com o desempenho econômico, para as duas medidas (ROA e ROE) e para os dois períodos de análise (crise e prosperidade). Assim, entende-se que as empresas que possuem comitê de sustentabilidade, que se envolvem com o engajamento das partes interessadas, que divulgam relatório de sustentabilidade, que atendem as diretrizes do

GRI, por exemplo, são mais propensas a terem um melhor desempenho econômico do que as empresas que não se envolvem em tais mecanismos, independente do contexto macroeconômico do país.

Tais achados são explicados por pesquisas anteriores que encontraram relação positiva entre a transparência das informações e o desempenho das empresas, também medido pelo ROA e pelo ROE (AKSU; KOSEDAG, 2006; KIM; LEE; YANG, 2013). Esse é um achado considerado como relevante, pois demonstra às empresas que o engajamento em questões sociais, ambientais e econômicas, além de atender a demanda de informações das partes interessadas, também proporciona benefícios em termos de maior rentabilidade econômica.

Por fim, com relação as variáveis de controle, o tamanho das empresas se mostrou negativamente relacionado ao ROA, durante o período de prosperidade e crise econômica, o que significa que empresas maiores são propensas a terem maior rentabilidade sobre o ativo. Com relação ao endividamento, observa-se uma relação com a ROE, para o período de crise econômica. O que sugere que empresas que possuem maior ROE, tem menor necessidade de buscar recursos de terceiros durante períodos de recessão econômica.

5 CONCLUSÕES

O objetivo desta pesquisa foi analisar a influência da GC no desempenho econômico das empresas brasileiras no período de prosperidade e crise econômica. Os resultados revelaram que há uma diferença na relação entre GC e desempenho econômico das empresas dependendo do contexto macroeconômico do país. Em períodos de crise econômica, as organizações que possuem mais mecanismos de GC tendem a apresentarem um melhor desempenho econômico.

Com relação a análise das subdimensões de GC (gestão, acionista e estratégias), infere-se que há uma relação positiva entre a GC (gestão) e o desempenho econômico (ROA e ROE), durante o período de crise econômica. Este resultado gera evidências adicionais a literatura anterior que analisou os mecanismos de GC de maneira isolada, como por exemplo características do conselho de administração e do comitê de auditoria e identificaram também uma relação positiva com o desempenho. Portanto, este estudo expande os achados anteriores no sentido de propiciar resultados envolvendo diversos mecanismos de GC relacionados a gestão.

Além disso, constatou-se que a dimensão de GC referente às práticas corporativas direcionadas aos acionistas, apresentou-se negativamente relacionada com o desempenho econômico (ROA e ROE), durante período de prosperidade econômica. Esse achado contraria o proposto pela literatura e abre espaço para pesquisas futuras que busquem identificar motivos plausíveis para que essa dimensão de GC esteja negativamente relacionada ao desempenho econômico, somente em períodos de estabilidade econômica (prosperidade), uma vez que a premissa teórica é de que os mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas minoritários e majoritários gere benefícios organizacionais em termos de rentabilidade.

Por fim, evidenciou-se que a dimensão de GC referente à capacidade das empresas em comunicar e integrar questões ambientais, sociais e econômicas com a tomada de decisões, mostrou-se positivamente relacionada com o desempenho econômico (ROA e ROE), durante ambos os períodos, tanto de crise como de prosperidade econômica. Pode-se considerar esse um achado relevante, pois diz respeito a mecanismos de GC responsáveis por maximizar o desempenho econômico das firmas em todo o período da amostra, independentemente do contexto econômico.

Em suma, esta pesquisa evidenciou que a GC pode estar positivamente ou negativamente relacionada ao desempenho econômico e isso depende de quais mecanismos de GC estão sendo analisados e do contexto econômico no qual as empresas estão inseridas. Os achados estão embasados na Teoria da Agência, que pressupõem a necessidade da GC como forma de minimizar os conflitos entre agentes e principais e consequentemente gerar benefícios

organizacionais, como a maximização de desempenho econômico, especialmente em períodos de vulnerabilidade econômica. Assim, este estudo gera evidências complementares para a literatura em cenário brasileiro, além de contribuir com as empresas, que podem se basear nessas evidências para compreender o impacto das práticas de GC no seu desempenho econômico.

Entretanto, esta pesquisa conta com algumas limitações. Inicialmente, o período de prosperidade e crise econômica foi analisado com base em seis anos, sendo quatro anos determinados como prosperidade e três anos determinados como crise econômica. Recomenda-se para investigações futuras abranger períodos mais longos de tempo, a fim de testar a robustez dos resultados obtidos neste estudo. Além disso, com relação ao desempenho, analisou-se o ROA e o ROE, podendo futuras pesquisas analisarem o desempenho medido pelo *Q* de *Tobin*, retorno da ação, retorno dos dividendos, preços sobre o lucro, entre outros.

REFERÊNCIAS

AFRIFA, G. A.; TAURINGANA, V. Corporate governance and performance of UK listed small and medium enterprises. **Corporate Governance**, v. 15, n. 5, p. 719-733, 2015.

AKSU, M.; KOSEDAG, A. Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange. **Corporate Governance: An International Review**, v. 14, n. 4, p. 277-296, 2006.

ALMEIDA, R. S.; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração**, v. 11, n. 1, p. 156-180, 2013.

Banco Mundial - *World Development Indicators*. Disponível em <<http://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>>. Acesso em: 19 Dez. 2017.

BARBOSA FILHO, F. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 51-60, Abr. 2017. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142017000100051&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 17 Jan. 2019. <http://dx.doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>.

BATHIA, M.; GULATI, R. Board governance and bank performance: A meta-analysis. **Research in International Business and Finance**, v. 18, n. 1, p. 1-30, 2021.

BERLE, A.; MEANS. The modern corporation and public property. NY: **Harcourt, Brace & World**, 1932.

BERTHELOT, S.; MORRIS, T.; MORRILL, C. Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 10, n. 5, p. 635-646, 2010.

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

BRENNAN, N. M.; SOLOMON, J. Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 21, n. 7, p. 885-906, 2008.

CABALLERO, R. J.; HAMMOUR, M. L. The cleansing effect of recessions. **National Bureau of Economic Research**, v. 84, p. 1350-1368, 1991.

CARLESSO NETO, O. **Retorno e risco das carteiras de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro: uma análise multiperíodo**. 2014. Dissertação (Mestrado em ciências contábeis), Programa de Pós-Graduação da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, Minas Gerais, 2014.

CARVALHAL, A.; LEAL, R. P. C. The world financial crisis and the international financing of Brazilian companies. **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 1, p. 18-39, 2013.

CHOWDHURY, S. D.; LANG, J. R. Crisis, decline, and turnaround: A test of competing hypotheses for short-term performance improvement in small firms. **Journal of Small Business Management**, v. 31, n. 4, p. 8, 1993.

DAL MAGRO, C. B.; GORLA, M. C.; KROENKE, A.; HEIN, N. Ranking das cooperativas agropecuárias: um estudo dos indicadores de desempenho e a relação com atributos de governança corporativa. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 17, n. 2, 2015.

DETTAMRONG, U.; CHANCHARAT, N.; VITHESSONTHI, C. Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 689-709, 2017.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. Why do countries matter so much for corporate governance?. **Journal of financial economics**, v. 86, n. 1, p. 1-39, 2007.

DUCASSY, I.; GUYOT, A. Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 291-306, 2017.

ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 10, n. 1, 2013.

FABREGÁ, M. B.; NICOLAU, A. R. Emprendimiento y supervivencia empresarial en época de crisis: El caso de Barcelona. **Intangible Capital**, v. 12, n. 1, p. 95-120, 2016.

GARCÍA-RAMOS, R.; DÍAZ, B. D. Board of directors structure and firm financial performance: A qualitative comparative analysis. **Long Range Planning**, v. 54, n. 6, p. 102017, 2021.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**, 10 edição. Tradução técnica Antônio Zoratto Sanvicente. 2004.

GUERRA, S. A crise financeira e o papel do conselho no monitoramento de riscos. **Governança corporativa em tempos de crise**. v.1, p. 127-147, São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

GULATI, R.; NOHRIA, N.; WOHLGEZOGEN, F. Roaring out of recession. **Harvard business review**, v. 88, n. 3, p. 62-69, 2010.

GUNEY, Y.; KARPUZ, A.; KOMBA, G. The effects of board structure on corporate performance: Evidence from East African frontier markets. **Research in International Business and Finance**, v. 53, n. 1, p. 101222, 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. **São Paulo: IBGC**, 2015.

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

KIM, Y.; LEE, J.; YANG, T. Corporate transparency and firm performance: Evidence from venture firms listed on the Korean stock market. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, v. 42, n. 4, p. 653-688, 2013.

LA ROSA, F.; BERNINI, F. Corporate governance and performance of Italian gambling SMEs during recession. **International Journal of Contemporary Hospitality Management**, v. 30, n. 3, p. 1939-1958, 2018.

LIANG, Q.; XU, P.; JIRAPORN, P. Board characteristics and Chinese bank performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 8, p. 2953-2968, 2013.

LIU, Y.; WEI, Z.; XIE, F. Do women directors improve firm performance in China?. **Journal of Corporate Finance**, v. 28, p. 169-184, 2014.

LOVE, I. Corporate governance and performance around the world: What we know and what we don't. **The World Bank Research Observer**, v. 26, n. 1, p. 42-70, 2010.

MALIK, M. S.; MAKHDOOM, D. D. Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies?. **Corporate Governance**, v. 16, n. 4, p. 747-764, 2016.

MARANHO, F. S.; FONSECA, M. W.; FREGA, J. R. Governança corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: uma análise de dados em painel. **Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria**, v. 9, n. 2, 2016.

MOHSI, S.; OTCHERE, I.; SHAHRIAR, S. Board gender diversity, firm performance and risk-taking in developing countries: The moderating effect of culture. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 73, n. 1, p. 101360, 2021.

MORETTI, B. R. Mecanismos de governança corporativa e desempenho econômico de empresas distribuidoras de energia elétrica. 2017. 131 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2017.

NIKOSKELAINEN, E.; WRIGHT, M. The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 4, p. 511-537, 2007.

O'CONNELL, V.; CRAMER, N. The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. **European Management Journal**, v. 28, n. 5, p. 387-399, 2010.

PADACHI, K.; RAMSURREUN, V.; RAMEN, M. Corporate Governance and Firms' Performance of Mauritian Listed Companies. **International Journal of Financial Management and Reporting Analysis**, v. 1, n. 1, p. 1-26, 2017.

PAMPLONA, E.; SILVA, A.; SILVA, T. Efeito da folga financeira no desempenho econômico de empresas brasileiras em períodos de recessão econômica. **Anais do USP International Conference in Accounting**, São Paulo, 2017.

PIMENTEL, R. C.; LIMA, I. S. Relação trimestral de longo prazo entre os indicadores de liquidez e de rentabilidade: evidência de empresas do setor têxtil. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 46, n. 3, 2011.

SHAHWAN, T. M. The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. **Corporate Governance**, v. 15, n. 5, p. 641-662, 2015.

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

SRIVASTAVA, G.; KATHURIA, V. Impact of corporate governance norms on the performance of Indian utilities. **Energy Policy**, v. 140, n. 1, 111414, 2020.

UJUNWA, A. Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 12, n. 5, p. 656-674, 2012.

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D. P.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 46-67, 2011.

VILLANUEVA-VILLAR, M.; RIVO-LOPEZ, E.; LAGO-PEÑAS, S. On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. **BRQ Business Research Quarterly**, v. 19, n. 4, p. 233-245, 2016.

ZAGO, C. Governança corporativa eletrônica e desempenho econômico e financeiro das empresas listadas no índice Bovespa. **Revista Organizações em Contexto-Online**, v. 23, n. 12, p. 419-453, 2014.