



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
(FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

Gabriel Soares da Cruz

Governança corporativa e desempenho durante a pandemia do COVID-19

Brasília, DF
2022

Gabriel Soares da Cruz

Governança corporativa e desempenho durante a pandemia do COVID-19

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito parcial de obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Prof. Responsável:
José Lucio Tozetti Fernandes

Linha de pesquisa:
Contabilidade e Mercado Financeiro

Área:
Outras – Governança Corporativa

Brasília, DF
2022

Sg Soares da Cruz, Gabriel
Governança corporativa e desempenho durante a pandemia do
COVID-19 / Gabriel Soares da Cruz; orientador José Lúcio
Tozetti Fernandes. -- Brasília, 2022.
36 p.

Monografia (Graduação - Ciências Contábeis) --
Universidade de Brasília, 2022.

1. Governança Corporativa. 2. Desempenho. 3. Pandemia
COVID-19. I. Tozetti Fernandes, José Lúcio, orient. II.
Título.

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diêgo Madureira de Oliveira
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor José Márcio Carvalho
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutora Fernanda Fernandes Rodrigues
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Gabriel Soares da Cruz

Governança corporativa e desempenho durante a pandemia do COVID-19

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito parcial de obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Prof^ª. Dr. José Lúcio Tozetti Fernandes
Orientador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Prof. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Examinador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade de Brasília (UnB)

BRASÍLIA
2022

Dedicatória

Dedico esta monografia a minha mãe e pai, pelo
exemplo de coragem e resiliência.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus, por ter me acompanhado em toda minha vida, sei que sem ele não chegaria aonde estou.

Em segundo lugar agradeço às pessoas queridas que estiveram comigo neste percurso, dentre elas a minha família, amigos e minha namorada. Destaco a Cynthia Cabral minha mãe, pois sempre esteve comigo me dando força e apoio e a minha querida namorada Nicole.

Em por fim gostaria de agradecer ao meu professor orientador José Lúcio Tozetti, não só por toda paciência e dedicação na orientação, mas também pelo acompanhamento e suporte na empresa Jr. De contabilidade da UnB.

RESUMO

A governança corporativa surgiu com o intuito de mitigar os conflitos de agência. Estudos indicam que os mecanismos de governança corporativa podem impactar no desempenho econômico das empresas. Este estudo tem o objetivo de investigar se existe relação entre os diferentes níveis de governança corporativa, o desempenho operacional e o desempenho de mercado das empresas, antes e durante a pandemia do COVID-19. Para isso, foram coletados dados de 381 empresas abertas, sendo 204 empresas da listagem de Novo Mercado, 24 do Nível 2, 27 do nível 1 e 126 do nível tradicional de governança. Utilizou-se o ROA e o Q de Tobin como *proxies* para o desempenho operacional e de mercado. Os resultados evidenciaram que, apenas o fato isolado das empresas aderirem a níveis mais altos de governança não necessariamente reflete em um melhor desempenho operacional e de mercado.

Palavras-chaves: Governança corporativa; Desempenho; Pandemia COVID-19.

ABSTRACT

Corporate governance emerged with the aim of mitigating agency conflicts. Studies indicate that corporate governance mechanisms can have an impact on the economic performance of companies. This study aims to investigate whether there is a relationship between the different levels of corporate governance and the operational and market performance of companies, before and during the COVID-19 pandemic. For this study, data were collected from 381 publicly traded companies, 204 companies from the Novo Mercado listing, 24 from Level 2, 27 from level 1 and 126 from the traditional level of governance. It was used ROA and Tobin's Q as proxies for operational and market performance. The results showed that the isolated fact that companies adhere to higher levels of governance does not necessarily reflect better operational and market performance.

Keywords: Corporate governance; Performance; COVID-19 pandemic.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Coleta de Dados	22
Tabela 2 – Resultado do teste Shapiro-wilk	23
Tabela 3 - Estatísticas descritivas – ROA	24
Tabela 4 - Estatísticas descritivas – ROA	25
Tabela 5 - Comparação do desempenho por momento	27
Tabela 6 - Comparação do ROA por momento e listagem	28
Tabela 7 - Comparação Q-Tobin por momento e listagem	29
Tabela 8 - Comparação ROA por momento e segmento	30
Tabela 9 - Comparação ROA múltipla entre grupos por momento e segmento	30
Tabela 10 - Comparação ROA múltipla entre grupos por momento e segmento	30

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 Governança Corporativa:.....	12
2.2 Adesão aos níveis de Governança Corporativa:	13
2.3 Governança e desempenho	13
2.4 Governança e desempenho Durante Crises	15
3 PROCEDER METODOLÓGICO	16
3.1 Seleção da Amostra:	16
3.2 Definição das variáveis:.....	16
3.3 Listagem de Governança:	16
3.4 ROA (return on assets)	17
3.5 Q De Tobin	17
3.6 Momento.....	18
3.7 Coleta de Dados:.....	18
3.8 Método de Análise de dados:.....	19
4 RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO	20
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	26
6 REFERÊNCIAS	27

1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa surgiu com o objetivo de mitigar os conflitos de agência, ou seja, a divergência de interesses entre a administração e os acionistas (Oliveira et al., 2015). De forma geral, o conceito de governança vai estar ligado à relação entre propriedade e gestão (Segreti et al., 2006).

O Crescimento do mercado de capitais a partir de 1990, impulsionado pela Globalização, resultou em um crescimento do número de investidores, que demandam mais transparência e *disclosure* das informações Segreti et al., (2006). Além disso, os escândalos financeiros dos anos 2000, evidenciaram a importância de medidas de Governança Corporativa, para a maior credibilidade das informações divulgadas e maior transparência das decisões aos acionistas (Rodrigues et al., 2015).

Vários estudos constatam que a adesão a mecanismos de governança traz benefícios às empresas, por exemplo, segundo os autores Conzatti et al. (2021); Lima et al. (2015) e Almeida et al. (2010); Vilhena & Camargos (2015) as empresas brasileiras que estão em um nível diferenciado de Governança Corporativa tendem a ter um melhor desempenho em relação àquelas que estão em um nível básico de governança. Entretanto, poucos trabalhos abordaram, em momentos de crises e incertezas, como as pandemias, essa relação.

De acordo com o IBGC (s.d.), as boas práticas de Governança Corporativa alinham o interesse entre stakeholders, com o intuito de aumentar o valor de uma empresa. Depreende-se, portanto, que a adesão à Governança Corporativa pode amenizar os danos financeiros causados em contextos de crises e instabilidades, uma vez que, segundo o IBGC (s.d.), a adoção a mecanismos de Governança aumentam a qualidade da gestão e facilitam, também, a obtenção de crédito.

Nesse contexto, ao final do ano de 2019, saíram as primeiras notícias da disseminação do, até então desconhecido, vírus da COVID-19. Com a rápida proliferação do vírus, os negócios e serviços não essenciais foram fechados e estabeleceu-se o isolamento social, que acarretou na maior retração histórica da indústria de serviços desde 1948 (Otávio et al. 2022).

Pesquisas recentes realizadas pela Grant Thornton (2020), empresa de auditoria inglesa, mostram que, de maneira global, os setores mais afetados pela pandemia do COVID-19 foram os setores de viagens, turismo e lazer, em grande parte, devido às restrições e medidas para combater o avanço do vírus.

Para Zhang et al. (2020), o cenário de incertezas, decorrente dos impactos financeiros da pandemia, aumentou os riscos do mercado financeiro global de forma substancial, causando

maior volatilidade. Assim sendo, Chebbi et al (2021) verificou uma relação negativa entre a COVID-19 e a liquidez das ações. Conforme a taxa de crescimento diário do número total de casos e do total de óbitos confirmados pela doença aumentavam, a liquidez das empresas diminuía.

O índice do mercado S&P 500, que consolida o desempenho do mercado de ações das 500 maiores empresas norte-americanas, fechou em fevereiro de 2020 na sua máxima histórica, mas com o avanço da pandemia do COVID-19, em março do mesmo ano, teve uma queda em sua cotação de mais de 30%, devido ao temor do mercado em relação às consequências da pandemia (Zhang et al., 2020).

O contexto de incertezas fez com que, de acordo com a análise de Goodell & Huynh (2020), diferentes setores americanos que compõem o índice S&P 500, reagissem de maneiras distintas aos impactos da COVID-19. A indústria de tabacos, por exemplo, obteve retornos positivos, devido à facilidade de repasse e aumento de preços, enquanto os setores de viagem e turismo, sofreram com retornos baixos. Nesse sentido, no Brasil, Coelho e Mayer (2020) observaram que os setores de serviços, também, obtiveram retornos mais baixos, enquanto os setores do agronegócio obtiveram melhor faturamento, lucratividade e retorno Koeche et al. (2021).

Portanto, tem-se o seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre Governança Corporativa e o desempenho das empresas, durante a pandemia do COVID-19? Desta forma, este trabalho busca relacionar o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto e os níveis de Governança Corporativa durante a pandemia do COVID-19.

A pesquisa se justifica por, dentre outros, dois motivos principais. Em primeiro lugar, porque, em termos teóricos, há poucos trabalhos que avaliam a relação entre Governança Corporativa e cenários de grandes incertezas, como foi a Pandemia do COVID-19. Em segundo lugar, para analisar se a Governança Corporativa beneficia o desempenho das empresas, mesmo durante o cenário adverso causado pela pandemia do coronavírus .

A elaboração deste trabalho foi baseada em diversas pesquisas que buscaram relacionar o desempenho em suas diversas frentes e o nível de Governança Corporativa (e.g. Silveira, 2004; Silva, Moraes, Avelino & Nascimento, 2019; Almeida, 2010; Oliveira, Morais, Neto & Lima, 2017; Lima, Oliveira, Cabral, Santos & Pessoa, 2015). Porém ainda é observado, um pequeno número de trabalhos que avaliam essa relação em cenários de grandes incertezas, como foi o da Pandemia do COVID-19 (Amaral, Correia & Neves 2014; Nascimento Santos & Camara, 2017; Caldas & Freitas 2021).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa:

A Governança Corporativa surgiu nos EUA por pressão dos acionistas minoritários para que os fundos de pensão, passassem a ter um maior *disclosure* de informações e mais transparência, com o intuito de limitar o poder dos acionistas controladores (Martins et al. 2006).

A popularização do termo Governança Corporativa, se deve a evolução, aumento da complexidade dos mercados de capitais internacionais e a necessidade de transparência, para garantir que os stakeholders tenham acesso às informações necessárias para uma tomada de decisão consciente (Segreti et al. 2006). O mesmo autor ressalta que o conceito de Governança Corporativa, por se tratar de um tema complexo, nem sempre é entendido corretamente.

Neto (2021), define que a Governança Corporativa está associada ao conjunto de procedimentos que governam o relacionamento entre os administradores e os acionistas.

De acordo com o IBGC (s.d.), Governança Corporativa é um conjunto de procedimentos pelo qual as empresas são dirigidas, envolvendo também o relacionamento com os seus stakeholders. Segundo o Instituto as boas práticas de governança evitam o conflito de interesses e assim contribuem para o acesso a recursos e para a maior qualidade da gestão das empresas.

Para a Comissão de Valores Imobiliários - CVM (2002) Governança Corporativa é:

O conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de Governança Corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Os autores Silveira e Barros (2013) entendem Governança Corporativa como mecanismos utilizados para mitigar a possibilidade dos recursos dos investidores não estarem sendo aplicados de maneira correta ou, até mesmo, estarem sendo desviados. Essas possibilidades existem, principalmente, por os investidores, em sua grande parte, não participarem das tomadas de decisões Corporativa, gerando um potencial conflito de interesses, evento conhecido como conflito de agência.

Portanto, é possível identificar nas definições citadas, que estas estão interligadas e que, de certa forma, remetem à relação entre propriedade e gestão, e mitigação dos conflitos de interesse entre acionistas controladores e minoritários.

2.2 Adesão aos níveis de Governança Corporativa:

A adesão a níveis mais altos de Governança Corporativa, incentiva as empresas a serem mais transparentes e aumentarem o volume de informações divulgadas a stakeholders. O movimento de adesão a mecanismos mais complexos de Governança se fortaleceu a partir dos anos 2000, com os escândalos corporativos norte-americanos, dentre eles os das empresas Enron e WorldCom, que resultaram na redução da credibilidade das informações financeiras reportadas por empresas abertas e em acionistas mais diligentes e exigentes na qualidade das informações (Paulo, Ferola e Martins, 2020).

Outro evento importante para a adesão das empresas a níveis de Governança Corporativa foi a Lei Sarbanes-Oxley, aprovada pelo congresso dos Estados Unidos como consequência dos escândalos financeiros ocorridos nos anos 2000 (Macedo et al., 2006). Os mesmos autores verificaram, ainda, que a criação da Lei teve impacto, inclusive, no mercado de capitais brasileiro, que passou a exigir maiores práticas de Governança Corporativa. Em Dezembro do ano 2000, por exemplo, a Brasil, Bolsa e Balcão (B3) antiga BOVESPA, lançou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) como forma de reduzir a assimetria entre investidores e as empresas.

Nesse sentido, Carvalho (2002) ressalta que os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, denominados Nível 1 e Nível 2, foram criados com o intuito de abranger mais empresas, uma vez que o Novo Mercado, era muito restritivo, tornando inviável o cumprimento de suas regras para a maioria das empresas. O segmento Bovespa Mais, por sua vez, foi criado em 2005 para abranger as pequenas e médias empresas, para que estas acessassem o mercado de capitais de forma gradual (B3, 2021).

A adesão a um Nível Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC), resulta em benefícios para as empresas, pois traz maior transparência aos usuários externos e, como consequência, a sensação de menores riscos a este usuário. (ANTONELLI et al. 2018).

Mesmo com todos os benefícios citados, Segreti, Rodriguez e Peleias (2006) verificaram que os custos implícitos, ou seja, aqueles de compartilhar o poder de decisão dos controladores com os acionistas, é o principal motivo da baixa adesão ao Nível mais alto de Governança o Novo Mercado.

2.3 Governança e desempenho

Nas últimas décadas, Ribeiro et al. (2012), observou um aumento do número de estudos e discussões acerca da relação de Governança Corporativa e desempenho. Nesse sentido, o

autor, identificou em seu trabalho que, a relação entre Governança e Desempenho foi um tema muito abordado na produção científica brasileira, apresentando maior destaque nas dissertações e teses de programas de pós-graduação em Administração entre os anos de 1998 e 2009.

Machado et al. (2018) dividem o desempenho organizacional em três tipos: desempenho de mercado, desempenho financeiro e retorno dos acionistas. Nesse contexto, Silva et al (2019) buscou entender se as métricas de Governança Corporativa específicas como: tipo de empresa de auditoria, tamanho e composição do Conselho de Administração e tipo de mandato dos conselheiro influenciavam no desempenho financeiro e desempenho de mercado, através dos indicadores de ROA e Q de Tobin, coletados de 215 empresas entre os períodos de 2010 a 2017. Os resultados obtidos indicaram que as empresas com melhores mecanismos de Governança Corporativa tiveram um melhor desempenho financeiro e de mercado.

Carvalho (2003), verificou outros benefícios da adoção de mecanismos de governança, o autor concluiu que por meio da Migração, ou seja alterar o seu nível diferenciado de governança corporativa atual para um mais elevado, tem impacto na valorização da cotação, melhora a liquidez do papel e reduz a volatilidade da ação.

No mesmo sentido, Martins et al. (2006) verificaram, também, que as empresas que migraram do nível tradicional de Governança corporativa para algum dos NDGC's (Nível Diferenciado de Governança Corporativa) tiveram alterações no nível de liquidez. Os resultados obtidos demonstraram que empresas que realizaram migração para níveis mais altos de Governança apresentaram uma melhora na liquidez de suas ações, principalmente, para as ações ordinárias.

Almeida et al (2010) investigou a relação entre o nível de Governança Corporativa e desempenho entre empresas não listadas em bolsa de valores, no período de 2003 a 2007. Para isso, foi coletada uma amostra composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007. O desempenho foi medido por meio do Indicador ROA e a Governança Corporativa foi medida por meio do Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), calculado a partir de um conjunto de 14 perguntas binárias e objetivas. O resultado obtido demonstra que empresas com melhores práticas de Governança tendem a ter um melhor retorno sobre o ativo.

Oliveira et al (2015) buscou verificar se teria alteração no desempenho das empresas no caso da adesão aos níveis de boa prática de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. Para isso, analisaram os indicadores de Retorno sobre ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Q de Tobin em nove companhias, de variados setores do mercado. Os

resultados encontrados demonstram que apenas a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, de maneira isolada, não necessariamente reflete de maneira imediata, em seu valor de mercado .

Portanto, verifica-se que dentre os estudos mencionados que tanto o desempenho financeiro (ROA) quanto o desempenho de mercado (Liquidez e volatilidade) está positivamente relacionado a mecanismos mais robustos de Governança Corporativa. Apesar de Oliveira et al (2015) em seu trabalho constatar que a Governança Corporativa por si só não necessariamente reflete na valorização de mercado das empresas.

2.4 Governança e desempenho Durante Crises

Eventos como uma crise económica, são realçados como um fator incontornável e que os mesmos afetam fortemente o desempenho das empresas (Kunc & Bandahari, 2011). Desta forma, a maneira que cada empresa reage à momentos como este determina os seus resultados em períodos de crise.

Nesse contexto, Caldas e Freitas (2021) buscaram identificar se o desempenho dos bancos brasileiros durante a pandemia do Coronavírus Sar-Cov-2, o Covid-19, se altera conforme a aderência a melhores níveis de governança corporativa listados na B3. Os autores utilizaram a base de dados da Economática, para colher o desempenho financeiro e os segmentos de listagem da B3. Os resultados constataram que não necessariamente melhores níveis de governança está atrelado a melhores desempenho, porém os bancos do listados no Novo Mercado, tiveram menor Variabilidade da performance, ou seja menor risco de rentabilidade.

Analisando um histórico de Crises passadas Santos e Câmara (2017) avaliaram se empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) se saíram melhor do que empresas do mercado tradicional durante o período da crise do Subprime. Foi utilizado IGC (índice de Governança Corporativa) para avaliar as empresas com níveis mais altos de Governança do Bovespa e para as empresas tradicionais a metodologia econométrica em Diferenças com Ajuste de Poligonais. Quanto aos resultados relativos ao IGC verificou-se uma queda maior durante a crise frente ao Ibovespa e uma recuperação mais acentuada no pós-crise, demonstrando menor volatilidade na performance.

Albuquerque e Albanez (2016) analisaram se as empresas, em algum dos NDGC's (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), apresentaram um retorno maior das ações negociadas na B3 do que as empresas do Nível de Governança Tradicional durante o período de impeachment de 2016. Os resultados obtidos demonstraram que as empresas pertencentes a algum NDGC

não apresentaram melhor risco retorno do que empresas do nível tradicional, porém apresentaram uma liquidez consideravelmente maior, corroborando com os trabalhos de Carvalho (2003) e Martins et al. (2006).

É possível observar nos resultados obtidos pelos artigos acima, que durante períodos de recessão econômica, crises relevantes, empresas de nível corporativo mais alto, não necessariamente vão apresentar desempenho econômico melhor, porém os estudos demonstram que tais empresas apresentam uma volatilidade consideravelmente menor, devido à menor sensação de risco aos usuários externos da informação.

3 PROCEDER METODOLÓGICO

3.1 Seleção da Amostra:

A pesquisa foi inicialmente composta por todas companhias abertas listadas na B3, entretanto para evitar distorções no indicador de desempenho (ROA), foram excluídas as instituições financeiras bancárias. Além disso, devido a alta variância apresentada nos indicadores de desempenho (ROA) e de mercado (Q de Tobin), foram retirados possíveis outlier utilizando a técnica da amplitude interquartil. A população é composta por 381 empresas abertas, sendo 204 empresas da listagem de Novo Mercado, 24 do Nível 2, 27 do nível 1 e 126 do nível tradicional de governança .

Para a coleta de dados foi utilizado o site da B3 e formulários de referência das empresas, de onde foi extraído os dados contendo o nível de governança corporativa de cada empresa e o setor econômico de atuação. Os indicadores ROA e Q de Tobin foram coletados na plataforma da Economática considerando o período de 2015 a 2021.

3.2 Definição das variáveis:

3.3 Listagem de Governança:

O Novo Mercado, é o nível mais alto de governança corporativa, foi criado no ano 2000 e teve a primeira empresa listada em 2002. Ele se tornou referência em termos de gestão e transparência, sendo o nível mais recomendado para empresas que tenham o intuito de realizar grandes ofertas de capital (B3, S.D).

O Novo Mercado passou por revisões em 2006, 2011 e a mais recente foi realizada em 2017. Para ingressar e se manter no Novo Mercado as empresas devem seguir uma série de medidas, dentre elas as principais são: instalação de auditoria interna, compliance e Comitê de auditoria, divulgação mensal de fatos relevantes, divulgação do processo de avaliação do

conselho de administração, manter no mínimo 25% das ações em circulação (free float), possuir somente ações ordinárias com direito a voto (B3, S.D).

O segmento de listagem nível 2, é semelhante ao Novo Mercado, as principais diferenças são que, as empresas listadas têm o direito de manter as ações preferenciais, sem direito a voto. Vale lembrar que as ações preferenciais ainda dão direito de voto em situações críticas, por exemplo em casos de fusões e aquisições (B3, S.D).

Já o segmento de listagem Nível 1, é o mais básico entre os NDGC, entretanto ainda possui uma série de medidas que fortalecem a transparência e o acesso à informações pelos investidores, por exemplo, divulgação de calendário anual de eventos corporativos, além de ter de manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado, principalmente para manter a liquidez das ações da empresa.

O Nível Básico, também conhecido como nível tradicional, adota apenas às medidas exigidas na lei da S.A (Lei 6404/76). Sem ter a obrigatoriedade de possuir mecanismos mais robustos de Governança como os demais níveis diferenciados de governança.

Neste artigo foi coletado dados de 204 empresas do novo mercado, 24 empresas do Nível 2, 27 empresas do nível 1, estes níveis de governança compõem o Nível Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC), além dessas companhias foram coletados dados de 126 empresas do nível básico de Governança, ou seja empresas nos listadas em nenhum segmento de listagem da B3.

3.4 ROA (return on assets)

O retorno sobre os ativos (Return on assets) foi utilizado nesta pesquisa como uma métrica de desempenho operacional, ele é calculado pela razão entre Lucro Operacional e ativo total médio Neto, e pode ser definido como o retorno produzido pela aplicação de recursos em ativos da companhia Neto (2021, pag 82). Outros artigos têm utilizado o ROA como desempenho Operacional (e.g. Caldas, & Freitas, 2021; Almeida, Parente, Luca & Vasconcelos, 2015; Almeida, Santos, Medeiros, Ferreira & Torres, 2010). O ROA foi extraído diretamente da plataforma econômica.

3.5 Q De Tobin

O Q de Tobin, foi utilizado nesta pesquisa como uma métrica de desempenho de mercado (e.g. Almeida, Parente, Luca & Vasconcelos, 2015; Silva Moraes, Avelino & Nascimento, 2019). Para os autores Nogueira, Colauto & Lamounier (2010) o Q de Tobin é

composto pela relação do valor de mercado do capital de terceiros e valor de mercado do capital próprio dividido pelo valor de reposição dos seus ativos.

O Q de Tobin pode ser analisado de três maneiras, podendo ser igual, menor ou maior do que um. Caso seja maior que um, é possível interpretar que o valor de mercado da empresa é maior do que o custo de aquisição do capital, ou seja, o valor investido é maior do que o seu custo de reposição dos ativos, criando um cenário favorável para investimento. Caso seja menor do que um, o valor de mercado da empresa é menor do que o custo de reposição dos ativos, assim pode-se interpretar que o valor capital investido é menor do que o custo de reposição, sendo um cenário desfavorável para investimentos. E por fim sendo igual a 1 significa que o valor do capital investido é igual ao custo de reposição do ativo. (Nayron, 2021).

O Q de Tobin foi calculado, utilizando contas extraídas da econômica, ressaltando que foi utilizado o ativo contábil como *proxy* do ativo de reposição. Desta forma o Q de Tobin foi calculado por:

$$\frac{\text{Valor de mercado} + \text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não circulante}}{\text{Ativo Total}}$$

3.6 Momento

Para realizar a comparação de desempenho foi definido um período pré pandêmico que vai de 2015 a 2019, os indicadores de desempenho no período pré pandêmico, foram calculados a partir de uma média dos anos de 2015 a 2019, pois assim é mitigado o efeito de uma possível crise ou de algum evento específico de algum desses anos que possa distorcer os indicadores de desempenho. Também foi definido o ano da eclosão da pandemia (2020), classificado como ano 1 e o ano seguinte da eclosão da pandemia (2021) classificado como ano 2.

3.7 Coleta de Dados:

Os dados foram coletados, conforme descrito na tabela 1.

Tabela 1
Coleta de Dados

Variável	Proxy	Grupos	Fonte
Governança Corporativa	Listagem de Governança da B3.	Tradicional Nível 1 Nível 2 Novo Mercado	Site da B3 e formulário de referência
Momento	-	Antes Ano 1 Ano 2	-

Desempenho de Mercado	Q de Tobin (QTOB)	-	Economática
Desempenho Operacional	Retorno sobre o Ativo (ROA)	-	Economática

Após a coleta, os dados foram tabulados, para serem inseridos no programa estatístico Stata. A composição dos dados foi formada de acordo com as seguintes variáveis: Governança Corporativa, momento, desempenho de mercado e desempenho operacional. Para as variáveis Governança Corporativa e momento foram criados grupos, a variável Governança corporativa foi separada entre os seguintes segmentos de listagem de Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Tradicional e a variável momento foi dividido entre os grupos antes, ano 1 e ano 2.

3.8 Método de Análise de dados:

Para analisar a relação entre desempenho e Governança Corporativa durante a pandemia do COVID-19 foi utilizado o método de comparação de grupos. Para identificar qual seria o método de comparação de grupo a ser utilizado, foi realizado o teste Shapiro-Wilk, que tem o objetivo de identificar se as variáveis apresentam uma distribuição normal, apresentado na tabela 2.

Tabela 2

Resultado do teste Shapiro-wilk para normalidade

Variável	Obs	W	V	z	Prob>z
ROA	952	0.98961	6.268	4.536	0.00000
Q-Tobin	683	0.91040	39.956	8.988	0.00000

Os resultados constantes na tabela 2 apontam que, as variáveis ROA e Q de Tobin não apresentam uma distribuição normal, tendo em vista que o valor de Prob>Z é menor que 5%, ou seja, a hipótese nula do teste Shapiro-Wilk foi rejeitada. Além do teste de distribuição paramétrica, deve-se identificar o número de grupos a comparar, quando as variáveis não apresentarem uma distribuição normal e mais de 2 grupos a comparar, o teste mais recomendado é o Kruskal-Wallis; e quando as variáveis não apresentarem uma distribuição normal e forem analisados 2 grupos, o teste mais recomendado é o Mann-Whitney.

Foram realizados três testes de comparação nesta pesquisa, o primeiro para identificar se o desempenho das empresas foi diferente durante a pandemia. Para isso foi comparado o desempenho operacional (ROA) e o desempenho de mercado (Q de Tobin) de 3 grupos referentes aos momentos dos dados: antes da pandemia (2015-2019), ano 1 da pandemia (2020)

e ano 2 da pandemia. Por comparar mais 2 grupos, para este teste foi utilizado o Kruskal-Wallis.

O segundo teste foi para identificar se o desempenho foi diferente entre empresas listadas e não listadas na pandemia, para isso foi comparado o desempenho operacional e de mercado de 2 grupos: empresas listadas em qualquer segmento de governança da B3 e empresas não listadas. Por comparar apenas de 2 grupos, o método utilizado seria o teste de Mann-Whitney, porém o tamanho da amostra para este teste tem que ser de até 30 observações. Como a amostra desta pesquisa possui mais de 100 observações, foi realizado o teste t, que apesar de ser paramétrico, pode ser utilizado para amostras robustas tendo em vista que a teoria do limite central define que para amostras grandes, a distribuição das médias serão aproximadamente normalmente distribuídas (Sivia, 2005).

E o Terceiro teste, teve o objetivo de verificar se o desempenho foi diferente entre os segmentos de listagem. Para isso foi comparado o desempenho de 4 grupos: nível 1 de governança corporativa da B3; nível 2; novo mercado; e tradicional (não listado).

4 RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO

Na tabela 3 apresenta-se as estatísticas descritivas da amostra, para a comparação da média e desvio padrão do ROA. A comparação foi realizada por momento, por momento e entre empresas listadas e não listadas, e por momento e segmento de Governança Corporativa (tradicional, nível 1, nível 2 e novo mercado).

Como observado na tabela 3, na comparação entre os momentos, o ano 2, ou seja, 2021 apresentou a maior média de ROA. Na comparação por momento e listagem, o único período que o ROA de empresas listadas foi melhor que o de empresas não listadas foi no ano 2, ainda assim a diferença foi mínima. E na comparação entre momento e segmento, o segmento mais alto de Governança Corporativa, o Novo Mercado, teve a menor média dentre todos os segmentos no ano 1 e ano 2, tendo também penúltima menor média no momento antes.

Tabela 3

Estatísticas descritivas - ROA

Grupo	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max
Amostra Total					
-	952	3,6988	6,415535	-16,2694	21,5964
Por Momento					

Antes	314	3,015	5,406832	-12,7337	16,6033
Ano 1	325	3,4674	6,941881	-16,2694	21,5149
Ano 2	313	4,6252	6,68566	-13,3714	21,5964
Por Momento e Listagem					
Antes					
Não listada	175	3,1302	5,700398	-12,7337	15,9805
Listada	139	2,8698	5,029539	-12,3425	16,6033
Ano 1					
Não listada	131	3,8181	7,468982	-16,2694	21,5149
Listada	194	3,2305	6,571383	-14,2586	21,2988
Ano 2					
Não listada	120	4,6215	6,971835	-12,7822	19,9459
Listada	193	4,6274	6,519848	-13,3714	21,5964
Por Momento e Segmento					
Antes					
Tradicional	175	3,1302	5,700398	-12,7337	15,9805
Nível 1	21	3,0046	4,261029	-4,8165	13,2773
Nível 2	8	2,2337	4,929452	-6,1663	9,9837
Novo Mercado	110	2,8903	5,20585	-12,3425	16,6033
Ano1					
Tradicional	131	3,8181	7,468982	-16,2694	21,5149
Nível 1	20	4,3574	7,509763	-14,2586	17,0106
Nível 2	10	6,2127	7,263168	-6,7748	18,0470
Novo Mercado	164	2,9113	6,390643	-13,1115	21,2988
Ano2					
Tradicional	120	4,6215	6,971835	-12,7822	19,9459
Nível 1	17	9,067	8,396062	-10,8948	21,0784
Nível 2	10	9,0335	5,530934	1,3455	18,7302
Novo Mercado	166	3,9074	6,101726	-13,3714	21,5964

Na tabela 4 é apresentado, as estatísticas descritivas da amostra, para a comparação da média e desvio padrão do Q de Tobin. A comparação foi realizada por momento, por momento e entre empresas listadas e não listadas, e por momento e segmento de governança corporativa (Tradicional Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Tabela 4

Estatísticas descritivas - Q de Tobin

Grupo	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max
Amostra Total					

-	683	2,68974	1,867487	-0,2612	9,6118
Por Momento					
Antes	242	2,834896	2,080513	-0,1531	9,6118
Ano 1	213	2,702258	1,780885	-0,0531	8,1474
Ano 2	228	2,523978	1,69417	-0,2612	8,1931
Por Momento e Listagem					
Antes					
Não listada	105	2,57905	2,131586	-0,1531	9,6118
Listada	137	3,030982	2,026471	0,31117	8,3391
Ano 1					
Não listada	76	2,569825	1,854477	0,001	8,1474
Listada	137	2,775724	1,741291	-0,0531	8,1032
Ano 2					
Não listada	67	2,534331	1,793768	0,1249	8,1931
Listada	161	2,519669	1,65674	-0,2612	7,7066
Por Momento e Segmento					
Antes					
Tradicional	105	2,57905	2,131586	-0,1531	9,6118
Nível 1	20	2,714325	1,763593	0,877	7,8484
Nível 2	10	2,5388	1,544176	0,658	5,7455
Novo Mercado	107	3,136169	2,110907	0,3117	8,3391
Ano1					
Tradicional	76	2,569825	1,854477	0,001	8,1474
Nível 1	18	1,916222	1,514642	0,03319	7,0118
Nível 2	12	2,908483	1,818202	0,9447	6,1559
Novo Mercado	107	2,905424	1,742074	-0,0531	8,1032
Ano2					
Tradicional	67	2,534331	1,793768	0,1249	8,1931
Nível 1	17	2,116729	1,726169	0,5813	7,6477
Nível 2	13	3,010992	1,606159	1,2549	5,8167
Novo Mercado	131	2,523202	1,651653	-0,2612	7,7066

Conforme disposto na tabela 4, na comparação entre momentos, antes da pandemia o Q de Tobin apresentou a maior, pode-se observar que no ano de eclosão da pandemia (ano 1) a média do Q de Tobin foi maior do que o ano após a pandemia (ano 2), sugerindo que em 2020 foi um período mais favorável a investimentos e um ano de melhor desempenho de mercado

das empresas em média do que 2021. Comparando por momento e listagem, verificou-se que as empresas listadas apresentaram Q de Tobin maior do que as empresas não listadas, exceto no ano 2. E na comparação por momento e segmento, as empresas listadas no Novo mercado apresentaram a melhor média do Q de Tobin no momento antes. Já no momento ano 1 e ano 2, o segmento de governança Nível 2 apresentou a maior média do indicador de desempenho.

O teste Kruskal-Wallis, evidenciado na tabela 5, determina se existe diferença significativa entre os grupos, para isso é analisado o p-valor. O p-valor é a probabilidade de haver ou não significância, o valor de referência para a significância foi o de $\alpha = 5\%$, ou seja, caso o p-valor tenha sido menor do que α é constatado que há diferença entre os grupos. O teste Kruskal-Wallis aplicado na tabela 5 teve o objetivo de verificar se o desempenho operacional (ROA) e o desempenho de mercado (Q de Tobin) das empresas foi estatisticamente diferente na pandemia do Coronavírus.

Tabela 5

Comparação do desempenho por momento (3 grupos)

Variável	Teste Kruskal-Wallis		Comparação múltipla entre grupo		
	Qui-quadrado	p-valor	Antes-Ano1	Antes-Ano2	Ano1-Ano2
ROA	13.213	0,0014	36.60 (0,0462)	79,74 (0,000141)	43,14 0,023791
Q-Tobin	1,351	0,5089	qui-quadrado não significativo		

Nota. No teste de comparação múltipla é apresentado as diferenças da média dos grupos e entre parênteses o p-valor.

Podemos observar, por meio da tabela 5, que a variável ROA, apresentou um p-valor de 0,0014 e por ser menor do que $\alpha = 0,05$, demonstra que existe estatisticamente diferença do desempenho operacional das empresas nos momentos antes, ano 1 e ano 2 da pandemia. Realizando a comparação múltipla entre grupos, foi possível identificar que existe diferença no ROA entre os 3 grupos entre si.

Para a variável Q de Tobin, o p-valor foi de 0,5089, representando que a diferença é estatisticamente não significativa para a amostra e, por consequência, a diferença do Q de Tobin entre os grupos não é representativa, dessa forma, conclui-se que, não teve mudanças significativas do desempenho de mercado das empresas entre os momentos antes, ano 1 e ano 2.

Na Tabela 6 foi utilizado o teste T, para comparação do desempenho operacional de empresas listadas e não listadas em cada momento analisado. Ele foi utilizado com objetivo de verificar se o desempenho operacional (ROA) de empresas listadas em algum segmento de Governança Corporativa da B3 foi diferente de empresas não listadas. Existem 2 formas de

realizar o teste t: para amostras com variâncias iguais; ou com variâncias diferentes. Para testar a variância dos grupos, é utilizado o teste de Levene.

Tabela 6

Comparação do ROA por momento e listagem

Momento	Teste de Levene			Diferença	Teste t			
	Estatística teste	p-valor	Tipo		Estatística teste	diff < 0	p-valor diff = 0	diff > 0
Antes	1,7250	0,19	Para variância iguais	0,26042	0,4234	0,6638	0,6723	0,3362
Ano 1	4,9365	0,02	Para variância diferentes	0,58755	0,7296	0,7669	0,4663	0,2331
Ano 2	1,6314	0,20	Para variância iguais	-0,00591	-0,0076	0,4970	0,9939	0,503

De acordo com o Teste de Levene apresentado na tabela 6, a distribuição do ROA entre os grupos de empresas listadas e não listadas nos momentos Antes e Ano 2 apresentam variância iguais, assim foi realizado o Teste t para variâncias iguais. No momento Ano 1, o ROA apresentou variância diferente entre empresas listadas e não listadas, tendo sido conduzido o teste t para variâncias diferentes.

O resultado do Teste T, identificou que a $diff = 0$ dos momentos Antes, Ano 1 e Ano 2 foi $>$ que 0,05, então não há diferença estatisticamente significativa do desempenho operacional (ROA) entre empresas listadas e não listadas entre esses momentos.

Na Tabela 7 é apresentado o teste T, o teste foi utilizado para comparação do desempenho de mercado de empresas listadas e não listadas em cada momento analisado.

Tabela 7

Tabela - Comparação do Q-Tobin por momento e listagem

Momento	Teste de Levene			Diferença	Teste t			
	Estatística teste	p-valor	Tipo		Estatística teste	diff < 0	p-valor diff = 0	diff > 0
Antes	0,03361	0,85	Para variância iguais	-0,45193	-1,6811	0,047	0,094	0,953

Ano 1	0,1866	0,67	Para variância iguais	-0,2059	-0,8077	0,210	0,420	0,790
Ano 2	0,00065	0,98	Para variância iguais	0,01466	0,0594	0,524	0,953	0,476

De acordo com o resultado do teste de Levene realizado na tabela 7, foi realizado o teste t do tipo variâncias iguais para as variáveis Antes, Ano 1 e Ano 2.

O resultado do Teste T, identificou que a $\text{diff} = 0$ das variáveis Antes, Ano 1 e Ano 2 foi $>$ que 0,05, então não há estatisticamente diferença do Q de Tobin entre empresas listadas e não listadas.

O teste Kruskal-Wallis aplicado na tabela 8 teve o objetivo de verificar se o desempenho operacional (ROA) das empresas foi estatisticamente diferente entre os segmentos de listagem de Governança Corporativa em cada momento. De acordo com os resultados apresentados na tabela 8 nos momentos Antes e Ano 1 o desempenho dos segmentos de governança corporativa foi estatisticamente igual, pois o p-valor foi $>$ 0,05.

Tabela 8

Comparação do ROA por momento e segmento

Momento	Teste Kruskal-Wallis	
	Qui-quadrado	p-valor
Antes	0,561	0,90534
Ano 1	4,375	0,22368
Ano 2	12,933	0,00478

Conforme observado na Tabela 9, é possível identificar que as maiores diferenças do ROA foram entre os segmentos N2 e Novo Mercado e N1 e Novo Mercado. Comparando o desempenho operacional das empresas listadas no segmento mais básico, o Tradicional e no segmento mais alto, o Novo Mercado, a diferença foi de apenas 6,12, indicando que não se teve uma diferença expressiva entre esses dois segmentos.

Tabela 9

Comparação do ROA múltipla entre grupos por momento e segmento

Momento	Trad—N1	Trad—N2	Trad—NM	N1—N2	N1—NM	N2—NM
Antes	qui-quadrado não significativo					
Ano 1	qui-quadrado não significativo					
Ano 2	49,93 (0,01662)	56,06 0,02992	14,6 0,089044	6,12 0,43259	64,54 0,02552	70,66 0,008244

Legenda. Trad - empresas não listadas em segmentos de GC; N1 - empresas do nível 1 de GC; N2 - empresas do nível 2 de GC, NM - empresas do de GC

O teste Kruskal-Wallis aplicado na tabela 10 teve o objetivo de verificar se o desempenho de mercado (Q de Tobin) das empresas foi estatisticamente diferente entre os segmentos de listagem de Governança Corporativa.

Tabela 10

Comparação do Q de Tobin por momento e segmento

Momento	Teste Kruskal-Wallis	
	Qui-quadrado	p-valor
Antes	5,517	0,13765
Ano 1	7,621	0,055454
Ano 2	3,522	0,31794

De acordo com os resultados apresentados na tabela 10 nos momentos Antes, Ano 1 e ano 2 o desempenho dos segmentos de governança corporativa não foi estatisticamente diferente entre os grupo, pois o p-valor foi $>0,05$. Assim, a comparação entre grupos não foi gerada tendo em vista a não significância do qui-quadrado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Trabalho buscou identificar se o nível de Governança Corporativa poderia influenciar no desempenho de mercado e operacional antes e durante a Crise do COVID-19. Foi evidenciado que a pandemia do Coronavírus teve um impacto significativo no desempenho operacional, medido pela rentabilidade do ROA. Esse indicador apresentou crescimento relevante, principalmente em 2021, porém não foi constatado diferenças significativas entre o desempenho operacional de empresas listadas em um segmento de governança corporativa da B3 e empresas não listadas.

Além disso, a comparação entre empresas não listadas e empresas do nível mais alto de Governança Corporativa, o Novo Mercado, constatou que a diferença do ROA entre esses segmentos não foi estatisticamente significativa antes da pandemia (2015-2019), nem no ano da eclosão da pandemia (2020), apenas em 2021 foi apresentada diferença de desempenho, porém ainda pouco expressiva.

Constatação semelhante se deu, quando foi comparado o desempenho de mercado. Os resultados demonstraram que o desempenho de mercado das empresas da amostra não foi

diferente na pandemia. Ademais, não foi apresentada diferença no desempenho de mercado entre empresas listadas e não listadas, tampouco entre os segmentos de governança corporativa da B3.

Tais resultados vão em linha com os encontrados nos artigos dos autores Oliveira et al. (2015) e Oliveira et al. (2017), que identificaram que apenas a adesão a segmentos de listagem de Governança Corporativa não afeta o desempenho de mercado das empresas. Caldas e Freitas (2021), verificaram que as instituições bancárias com maior nível de governança não apresentaram melhor desempenho antes e durante a pandemia do Coronavírus.

É importante frisar, como limitações deste trabalho, que as pesquisas acerca do impacto da COVID-19 no desempenho das empresas ainda estão em um estágio inicial, tendo em vista que a pandemia do coronavírus ainda continua a afetar a economia. Convém também destacar, que o resultado pode variar dependendo da análise setorial, pois a relação entre empresas listadas e não listadas pode variar de acordo com o setor analisado.

Como sugestão para outros trabalhos, recomenda-se a análise de outros indicadores, além dos que foram calculados neste trabalho, como o Retorno sobre investimento (ROI) e preço valor patrimonial (P/VP), pois isso poderia trazer maior validade em relação a desempenho operacional e desempenho de mercado.

6 REFERÊNCIAS

- Albuquerque, L. M., Albanez, T. (2019). *Governança corporativa: os níveis diferenciados da B3 e sua relação com o desempenho das ações frente ao impeachment em 2016*. Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, São paulo, Brasil.
<https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1435.pdf>
- Almeida, F. T. de, Parente, P. H. N., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. de. (2018). *Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção*. *Gestão & Regionalidade*, 34(100)
<https://doi.org/10.13037/gr.vol34n100.3594>
- Almeida, M. R., Santos, J. F., Ferreira, L. F. V. M., Torres, F. J. V. (2010). *Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas Brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa*. *Revista de Administração Contemporânea*.
<https://doi.org/10.1590/S1415-65552010000500009>
- Antonelli, R. A., Portulhak, H., Scherer, L. M., & Clemente, A. (2018). Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa no Risco de Companhias Reguladas. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 23(2), 92-109.

<https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v23i2.33484>

B3 (2021). *Segmentos de Listagem*. https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/

Caldas, A. J. R., Freitas, M. A. L. (2021, 28 a 30 de julho). *Governança corporativa e performance financeira em cenário de crise durante a pandemia do COVID-19: evidências nos bancos brasileiros*. 21º USP International Conference in Accounting, São Paulo, Brasil.
<https://congressosp.fipecafi.org/anais/21UspInternational/ArtigosDownload/3415.pdf>

Carvalho, A. G.(2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. RAUSP Management Journal, 37(3), 19-32
<http://www.spell.org.br/documentos/ver/16656/governanca-corporativa-no-brasil-em-perspectiva/i/pt-br>

Carvalho, A. G. de. (2003). Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. In Anais. São Paulo: FEA/USP.
<https://repositorio.usp.br/item/001320094>

Caldas, A. V. S., Silva, E. de S., Silva Júnior, A. F. de A., & Cruz, U. de B. (2021). Os efeitos da Covid-19 sobre os desempenhos das ações dos setores da B3. *Contextus – Revista Contemporânea De Economia E Gestão*, 19, 15-28.
<https://doi.org/10.19094/contextus.2021.60146>

Coelho, M. F., & Mayer, V. F. (2020). Gestão de Serviços Pós-Covid: O que se Pode Aprender com o Setor de Turismo e Viagens?. *Gestão e Sociedade*, 14(39), 3698-3706.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM (2002). *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*.
www.cvm.gov.br

Conzatti, E. R., Besen, F. G., & Junior, V. S. (2021). *ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS LISTADAS NA B3*. *ConTexto - Contabilidade Em Texto*, 21(47). <https://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/105073>

Di Miceli da Silveira, A., & de Campos Barros, L. A. B. (2013). *DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS*. *Revista Eletrônica De Administração*, 14(3), 512–540.

Goodell, J. W., & Huynh, T. L. D. (2020). Did Congress trade ahead? Considering the reaction of US industries to COVID -19. *Finance Research Letters*

Grant Thornton (2020). *Impacto da Pandemisanos setores e indústrias*.
<https://www.grantthornton.com.br/insights/artigos-e-publicacoes/global-business-pulse-impactos-setores/>

- IBGC (s.d.). *Princípios que geram valor de longo prazo*. IBGC.
<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>
- Kaouther Chebbi, Ammer, M. A., Hameed A., *The COVID-19 pandemic and stock liquidity: Evidence from S&P 500*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Volume 81, 2021, Pages 134-142. <https://ideas.repec.org/a/eee/quaeco/v81y2021icp134-142.html>
- LIMA Neto, O., Martins, W. S, Nagatsuka, D. A. S., RÁO, E. M., RODRIGUES JUNIOR, R. (2022). *Impacto da Pandemia na economia brasileira*. Revista Gestão em Foco. <https://portal.unisepe.com.br/unifia/wpcontent/uploads/sites/10001/2022/03/IMPACTO-DA-PANDEMIA-NA-ECONOMIA-199-a-205.pdf>
- Lima, S. H. O., Oliveira, F. D., Cabral, A. C. A., Santos, S. M. D., & Pessoa, M. N. M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. *Revista de Gestão*, 22(2), 1-18.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1809227616301084>
- Macedo, F. Q., Mello, G. R., Filho, F. T. (2006). *ADESÃO AO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA E A PERCEPÇÃO DE RISCO E RETORNO DAS AÇÕES PELO MERCADO*. Congresso Usp Fipecafi.
- Machado, M. M., Dalfovo, M. S., Gonçalves, A., & Polati, M. I. B. (2018). *Capacidades dinâmicas e sua influência no desempenho organizacional*. Revista GEPROS, 13(4), 7
- MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. Anais... Salvador: ANPAD, 2006
- Nascimento, S. P., Santos, R. G., Câmara, M. R. G. (2017). *Governança corporativa: uma análise entre o IGC e o Ibovespa*. *Revista Brasileira de Economia de Empresas*. <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/rbee/article/view/8194>
- Neto, A. A. (2021). *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas.
- Nogueira, I. V., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2010). Q de Tobin e Indicadores Financeiros Tradicionais em Companhias Siderúrgicas com ações na BOVESPA e NYSE - doi: 10.4025/enfoque.v28i3.9516. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 28(3), 09-23. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v28i3.9516>
- Oliveira, M. C. S., de Moraes, H. A. R., de Souza Neto, M. O., & de Lima, J. H. (2017). Governança corporativa: Uma análise do desempenho das companhias abertas brasileiras listadas nos níveis da bm&fbovespa. *Revista de Administração de Roraima-RARR*, 7(2), 402-425. <https://revista.ufrr.br/adminrr/article/view/4390>

- Paulo, R. R. D. P., Ferloa, L. M, Martins, V. F. (2020). *GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO: UMA ANÁLISE DOS ESTUDOS NO SÉCULO XXI*. Revista de Auditoria Governança e Contabilidade.
- Peixoto, F. M., Amaral, H. F., Correia, L. F., & Neves, J. C. C. D. (2014). Governança Corporativa e Crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. *Revista de Ciências da Administração*, 16(39), 119-133.
<https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2014v16n39p119>
- Ribeiro, H. C. M., Machado Junior, C., Souza, M. T. S., Campanário, M. A., & Corrêa, R. (2012). *Governança Corporativa: um estudo bibliométrico da produção científica das dissertações e teses brasileiras*. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 15(3), 52-70.
- RODRIGUES, Margarida Maria Silva et al. Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa. *Revista Economia & Gestão*, v. 15, n. 38, p. 29-59, 2015.
- Sehn Koeche, A., Flach Allgaier, J., Viviane dos Santos, F., de Oliveira, L., & Rozane Leal de Souza, Ângela. (2021). Desempenho econômico-financeiro de empresas do agronegócio da carne, listadas na B3, antes e após o início da Covid-19. *Anais Do Congresso Brasileiro De Custos - ABC*.
<https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/4912>
- Segreti, J. B., Rodriguez, G. M., & Peleias, I. R. (2006). GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTUDO DOS MOTIVOS QUE IMPEDEM A ADESÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS AO NOVO MERCADO DA BOVESPA. *Contextus – Revista Contemporânea De Economia E Gestão*, 4(1), 7-16.
- Silva, E. P. L. S, Moraes, G. S. C., Avelino, B. C., Nascimento, E. M., (2019, 15 a 18 de Junho). XIII Congresso Anpcont, São Paulo, Brasil.
https://anpcont.org.br/pdf/2019_CUE223.pdf
- Silvia Shimakura (2005). Teorema Central do Limite
<http://www.leg.ufpr.br/~silvia/CE701/node45.html>
- Silveira, A. M., (2005). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*.
- VILHENA, F.A.C.; CAMARGOS, M.A. Governança Corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE-Revista de Gestão*, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.
<https://doi.org/10.5700/rege552>
- Vitor Nayron (2021). *O q de Tobin e o mercado de ações*. <https://site.tc.com.br/blog/renda-variavel/q-tobin-investimentos>
- Zhang, D., Hu, M., & Ji, Q. (2020). Financial market under the global pandemic of COVID-19. *Financial Research Letter*, Article 101528.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320304050>

