



**CENTRO UNIVERSITÁRIO CHRISTUS  
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**SAMUEL ALVES VIEIRA**

**A INFLUÊNCIA DO NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS DA B3 DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19**

**FORTALEZA**

2022

SAMUEL ALVES VIEIRA

**A INFLUÊNCIA DO NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS DA B3 DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19**

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)  
apresentado ao curso de Ciências Contábeis  
do Centro Universitário Christus, como  
requisito parcial para obtenção do título de  
bacharel em Ciências Contábeis.  
Orientadora: Prof. Ma. Andressa Ruth Sousa  
Santos

FORTALEZA

2022

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Centro Universitário Christus - Unichristus  
Gerada automaticamente pelo Sistema de Elaboração de Ficha Catalográfica do  
Centro Universitário Christus - Unichristus, com dados fornecidos pelo(a) autor(a)

A474i Alves Vieira, Samuel.

A influência do nível de governança corporativa no desempenho das empresas da B3 durante a pandemia de COVID-19 / Samuel Alves Vieira. - 2022.

49 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Centro Universitário Christus - Unichristus, Curso de Ciências Contábeis, Fortaleza, 2022.

Orientação: Profa. Ma. Andressa Ruth Sousa Santos.

1. Governança Corporativa. 2. Desempenho Empresarial. 3. Indicadores Financeiros. 4. Pandemia COVID-19. 5. Crise. I. Título.

CDD 657

SAMUEL ALVES VIEIRA

TCC apresentado ao curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário Christus, como requisito parcial para obtenção do título de bacharel em Ciências Contábeis.  
Orientadora: Prof. Ma. Andressa Ruth Sousa Santos

Aprovada em 08/12/2022

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Ma. Andressa Ruth Sousa Santos  
Centro Universitário Christus (UNICHRISTUS)

---

Prof. Dra. Lorena Costa de Oliveira Araújo  
Centro Universitário Christus (UNICHRISTUS)

---

Prof. Ma. Mônica Barreto de Sá Estite  
Centro Universitário Christus (UNICHRISTUS)

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente a Deus por me conceder todo o necessário para finalizar com sucesso essa etapa importante da minha vida. “Lancem sobre ele todas as suas ansiedades, porque ele cuida de vocês” - 1 Pedro 5:7; “De maneira alguma deixarei você, nunca jamais o abandonarei” - Hebreus 13:5. Cumprindo com o que diz a sua palavra, eu tive seu cuidado e ele nunca se ausentou em nenhum momento.

Aos meus pais, que sempre me incentivaram e deram todo o apoio que precisei, e aos meus irmãos, que sempre estiveram próximos, como verdadeiros companheiros durante esse processo.

Agradeço aos professores pelos ensinamentos durante todo esse período de graduação, em especial aos participantes da banca e aos demais que contribuíram diretamente com a realização desse trabalho, e agradeço à professora e coordenadora Andressa Ruth Sousa Santos por ter sido minha orientadora, desempenhando essa função com excelência.

E agradeço aos meus colegas de curso, que se tornaram verdadeiros amigos durante o curso.

## RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar a influência do nível da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 durante a pandemia de COVID-19. Para tanto, utilizou-se como metodologia a pesquisa descritiva, e, quanto aos procedimentos, a pesquisa caracteriza-se como documental, os dados foram coletados de fontes secundárias: informações dos relatórios financeiros foram coletadas do site da B3. Quanto à abordagem do problema, o estudo classifica-se como quantitativo. A amostra do estudo foi composta por 200 empresas listadas na B3, de segmentos e níveis de governança corporativa diversos. O período analisado inclui o intervalo entre os anos 2018 a 2021, sendo os anos de 2018 e 2019 classificados como o período antes da pandemia, e os anos 2020 e 2021 o período durante a pandemia. Os resultados obtidos foram alcançados através do cálculo de regressão, e foi constatado que a influência da governança corporativa no desempenho das empresas estudadas no contexto da crise de COVID-19 não foi estatisticamente significativa. Foi observado ainda, através das variáveis de controle, uma influência significativa do setor de atuação da empresa no desempenho empresarial mensurado através do ROE e do MKB. Ainda na regressão, foi constatada uma influência significativa e positiva do tamanho da empresa sobre seu desempenho no contexto da crise estudada.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Desempenho Empresarial. Indicadores Financeiros. Pandemia COVID-19. Crise.

## **ABSTRACT**

This work aims to analyze the influence of the level of corporate governance on the performance of Brazilian companies listed on B3 during the COVID-19 pandemic. For this purpose, descriptive research was used as a methodology, regarding procedures, the research is characterized as documental, data were collected from secondary sources: information from financial reports was collected from the B3 website. As for the approach to the problem, the study is classified as quantitative. The study sample consisted of 200 companies listed on B3, with different segments and levels of corporate governance. The analyzed period includes the interval between the years 2018 to 2021, with the years 2018 and 2019 classified as the period before the pandemic, and the years 2020 and 2021 as the period during the pandemic. The results obtained were achieved through the regression calculation, and it was found that the influence of corporate governance on the performance of the companies studied in the context of the COVID-19 crisis was not statistically significant. It was also observed through the control variables, significant influence of the company's sector of activity in the business performance measured through ROE and MKB, still in the regression, it was verified significant and positive influence of the company's size on its performance in the context of the crisis studied.

**Keywords:** Corporate Governance. Business Performance. Financial Indicators. COVID-19 Pandemic. Crisis.



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Descrição das dimensões do desempenho empresarial	31
Quadro 2 - Síntese metodológica	32

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Construção da amostra da pesquisa	30
Tabela 2 - Distribuição da amostra do estudo por setor de atuação	33
Tabela 3 - Amostra do estudo por nível de governança corporativa	34
Tabela 4 – Amostra do estudo por setor e nível de governança corporativa	35
Tabela 5 - Resultado comparativo antes e durante a pandemia	37
Tabela 6 - Teste de <i>Mann-Whitney</i>	38
Tabela 7 - Resultados da regressão linear múltipla	40

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LAJIDA	Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
MKB	Market-to-Book
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PL	Patrimônio Líquido
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>11</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>15</b>
2.1 Governança corporativa	15
2.2 Múltiplas dimensões do desempenho empresarial	20
2.3 Estudos anteriores	24
<b>3 METODOLOGIA</b>	<b>29</b>
3.1 Tipologia da pesquisa	29
3.2 População e amostra do estudo	30
3.3 Definição e mensuração das variáveis do estudo	30
3.4 Síntese metodológica	32
<b>4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS</b>	<b>33</b>
4.1 Análise descritiva e comparativa das variáveis do estudo	33
4.2 Resultado comparativo antes e durante a pandemia	36
4.3 Teste de Mann-Whitney	38
4.4 Regressão	39
<b>5. CONCLUSÃO</b>	<b>42</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>44</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, houve um desenvolvimento expressivo do mercado de capitais no Brasil com mais empresas abrindo seu capital na bolsa de valores, e um dos pilares das empresas de capital aberto é a Governança Corporativa (GC), que tem como princípios: a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa (GONZALEZ, 2012; ROSSETTI; ANDRADE, 2022).

Carreiro *et al.* (2021) afirmam que as práticas de GC são responsáveis por reduzir eventuais conflitos de interesses entre acionistas e gestores, harmonizando suas relações e diminuindo a discricionariedade das decisões por parte da gestão da empresa, em detrimento do interesse dos sócios. Dessa forma, a GC contribui para a longevidade das empresas e conseqüentemente com o desenvolvimento econômico do país (CARREIRO *et al.*, 2021).

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, fundado em São Paulo no ano de 1995, é representante e responsável pela divulgação das boas práticas de GC no Brasil. Segundo o IBGC, a GC é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, administração e demais partes interessadas (IBGC, 2022).

Em relação às boas práticas de GC, o IBGC (2022) afirma que elas convertem os princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

Dessa forma, sugere-se que as instituições que aderem às boas práticas de GC se tornam mais transparentes e descentralizadas, contribuindo para mitigação de corrupção e discricionariedade da gestão, preservando o papel econômico da empresa e o bem comum de todos os envolvidos (BROLLO, 2021). Como afirma Rossetti e Andrade (2022), a GC tem fundamentos sólidos, definidos a partir de princípios éticos aplicados na condução dos negócios, seu desenvolvimento tem razões macro e microeconômicas.

A relevância global da GC pode ser observada por organizações internacionais como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE, Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial e o G8, que estabelecem os

princípios das boas práticas de GC como um pilar importante para a integração dos mercados globais e o crescimento econômico (ROSSETTI; ANDRADE, 2022). Nesse sentido, observa-se que a GC está ligada ao valor de mercado das empresas, seu desempenho econômico e sua competitividade no mercado.

Com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a bolsa de valores brasileira, chamada de Brasil, Bolsa, Balcão – B3, criou os segmentos de listagem de GC. Eles atualmente são divididos em cinco níveis, adequados aos diferentes perfis de empresas, são eles: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os dois primeiros são segmentos de acesso, voltados para empresas menores, que estão iniciando no mercado de capitais. Os três últimos são os segmentos principais (B3, 2022).

Todos esses segmentos prezam por regras de GC diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a lei das sociedades por ações nº 6.404/1976 (Lei das S.A.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem, visando atrair investidores ao assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado (B3, 2022).

As empresas listadas na B3 que optam por não adotar nenhum dos níveis de governança são listadas no mercado de capitais no segmento de empresas tradicionais ou básico, segmento de listagem que não conta com regras diferenciadas de GC, e não são obrigadas a seguirem as regras de boas práticas diferenciadas de GC (B3, 2022).

De acordo com estudos anteriores (CARVALHO, 2003; LIMA *et al.*, 2015; MACHADO, 2020; CARREIRO *et al.*, 2021), há uma relação positiva entre a GC e o desempenho econômico das empresas. Como observado por Lima *et al.* (2015), um dos primeiros estudos que identificaram a relação GC e desempenho financeiro foi desenvolvido nos EUA na década de 1990. Machado (2020) demonstrou que a GC possui efeito direto e positivo sobre o desempenho financeiro das empresas mais aderentes às práticas recomendadas pelos agentes de mercado, assim como impacta positivamente o valor de mercado, resultando em melhor valor de suas ações.

Carvalho (2003) conclui em seu trabalho que o comprometimento das empresas com as melhores práticas de GC impacta positivamente a valoração das

ações, sua liquidez e reduz a sensibilidade do valor da ação a fatores macroeconômicos. No mesmo sentido, Carreiro *et al.* (2021) confirmou a influência direta e positiva da GC no desempenho financeiro e no valor de mercado das firmas, atendendo, dessa forma, aos objetivos dos *stakeholders*.

O desempenho econômico das empresas é comumente medido por indicadores financeiros, e, por meio deles, os *stakeholders* das empresas realizam avaliações para fins de tomadas de decisões. Conforme Silva Junior *et al.* (2021), estes indicadores cumprem o papel de demonstrar as potencialidades de uma entidade, uma vez que informam aspectos como rentabilidade, liquidez e endividamento. Desse modo, os indicadores financeiros trazem informações úteis para a tomada de decisão, sendo avaliado por *stakeholders* como instituições financeiras e investidores.

Em cenários de crise econômica, a GC pode afetar o desempenho empresarial e, conseqüentemente, o comportamento dos indicadores financeiros das empresas. De acordo com Peixoto (2012), empresas com melhores práticas de GC em períodos de crise global mantêm um valor de mercado mais alto em comparação com companhias que proporcionam menor proteção aos acionistas.

Percebe-se, então que, em momentos de turbulência, volatilidade e incertezas, a GC tem sido importante para as companhias, contribuindo para as empresas melhorarem a sua imagem no mercado, aumentarem a valorização de suas ações, adquirirem vantagens competitivas, proporcionarem maiores retornos para os seus proprietários e obterem maior transparência em seus negócios (PEIXOTO, 2012).

Considerando-se o cenário de crise causado pelo novo coronavírus, o papel da GC é ressaltado como aspecto que pode contribuir para o desempenho empresarial e, por isso, este trabalho busca estudar o atual contexto de crise provocada pela pandemia de COVID-19 nos anos de 2020 e 2021. Destaca-se que, de acordo com Silva e Silva (2020), a atual crise trouxe uma recessão econômica mais profunda do que a crise financeira mundial de 2008 e a crise da dívida da América Latina nos anos 1980.

Os autores supramencionados destacam que, no Brasil, o cenário era de superação da crise de 2014-2017 por meio de reformas visando conter o gasto público e tornar o Brasil mais atrativo a investimento privado. No entanto, esse cenário foi encerrado pela pandemia, que obrigou o país a adotar medidas de

restrição à atividade econômica e a aumentar o endividamento público para tomar medidas sanitárias e de assistência social (SILVA; SILVA, 2020).

Diante desse contexto e do papel da governança corporativa para as operações empresariais, formulou-se a seguinte questão de pesquisa: **qual a influência do nível de governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 durante a pandemia de COVID-19?**

Frente ao problema precedente, este estudo tem como objetivo analisar a influência do nível da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 durante a pandemia de COVID-19. Como objetivos específicos pretendem-se: a) identificar o nível de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na B3; b) analisar o nível de governança corporativa das empresas listadas na B3 por setor econômico; e c) analisar comparativamente o desempenho das empresas antes da pandemia, anos 2018 e 2019, e durante a pandemia gerada pela COVID-19, anos 2020 e 2021.

Diante do exposto, o trabalho justifica-se pela atualidade da temática, tendo em vista que, após dois anos de enfrentamento à COVID-19, é possível analisar os dados financeiros do impacto da pandemia nas empresas durante os anos de 2020 e 2021. Estudos anteriores foram feitos confirmando a relação positiva entre GC e desempenho financeiro, e outros levaram em conta cenários de crises econômicas. Através da análise dos resultados e o confronto com a teoria, esse trabalho se propõe a investigar se os resultados encontrados em outras pesquisas que analisaram contextos de crise corroboram, ou não, para compreender o que aconteceu no cenário brasileiro durante a crise econômica global gerada pelo vírus SARS-CoV-2.

A pesquisa possui ainda relevância acadêmica, pois contribui, também, com o mercado ao fornecer informações relevantes sobre o papel da governança corporativa dada a identificação preliminar das contribuições da governança corporativa para a perenidade das empresas; e contribui para o aprofundamento dos estudos sobre os impactos da crise de COVID-19 nas empresas.

O trabalho está dividido em cinco seções, a primeira sendo a presente introdução, a segunda, o referencial teórico, na terceira, a metodologia adotada, a quarta, a análise dos dados, e, por fim, na quinta seção serão apresentadas as considerações finais, seguidas pelas referências.



## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Essa seção tem a finalidade de apresentar a fundamentação teórica da pesquisa. Inicialmente é apresentada a fundamentação teórica sobre a GC, mostrando que com Adam Smith em 1776 já houve a semente do que viria a se tornar esse tema, mas que somente com Berle e Means em 1932 houve de fato o marco inicial da GC, e que posteriormente, com Jensen e Meckling no ano de 1976 apresentado a Teoria da Firma, foram finalmente estabelecidas as bases teóricas da GC como a conhecemos.

Na segunda subseção é discutida a multidisciplinaridade do desempenho empresarial, e são abordadas as diferentes visões dos autores do que representa corretamente o desempenho empresarial da organização. E, por último, são apresentados os estudos anteriores, onde foi estudada a relação da GC no desempenho empresarial das empresas em tempos de crise.

### 2.1 Governança corporativa

O fundamento do estudo da GC está conectado à separação da figura do sócio com o administrador, propriedade e gestão, já discutido por Adam Smith em 1776 no livro *"The wealth of nations"*, onde o autor argumenta que, dos diretores de companhias anônimas, administrando mais do dinheiro de outros do que o próprio, não se espera que cuidem com a mesma vigilância com a qual os sócios de uma associação privada frequentemente administram seus próprios investimentos (SMITH, 1996). Smith apresenta assim a tendência à negligência, em maior ou menor grau, ao se administrar recursos de terceiros comparado com a administração de recursos próprios, assunto esse que foi desenvolvido posteriormente por Berle e Means (1984).

O trabalho *"The modern corporation and private property"* de Berle e Means publicado em 1932, de acordo com Saito e Silveira (2008), foi o marco inicial da GC. De acordo com Berle e Means (1984), o sistema acionário tende a desenvolver uma divisão das funções antes atribuídas ao proprietário. Nessa nova organização das companhias, o proprietário mantém interesse na companhia e detém poder sobre ela, porém terceiriza a administração para executivos assalariados. Assim, na prática, a posição do proprietário foi reduzida a de ter uma

série de interesses legais e de fato na companhia, enquanto o grupo que executa o controle está em condições de ter poderes legais e de fato sobre a companhia.

Para o autor, essa divisão causa a divergência de interesses entre propriedade e controle. O interesse do acionista é sempre que a companhia proporcione lucro máximo compatível com um grau razoável de risco; e que esse lucro seja distribuído tanto quanto possível; e que o valor de suas ações continue livremente negociado a um valor justo. Em contrapartida, os interesses do administrador controlador não necessariamente serão os mesmos do acionista, tendo em vista que se supõe que ele a princípio tem como objetivo o lucro pessoal (BERLE; MEANS, 1984).

Berle e Means (1984) afirmaram então que, se admitido que o desejo de lucro pessoal é a força motriz também do administrador controlador, deve-se concluir que os interesses do administrador são diferentes e que muitas vezes se opõem radicalmente aos dos proprietários.

Rossetti e Andrade (2022), discorrendo sobre a mesma obra de Berle e Means, diz que ela é reconhecida como uma das bases conceituais da GC, ao tratar de aspectos cruciais na evolução do mundo corporativo, como o afastamento entre a propriedade e o controle das grandes corporações; e as mudanças no comando das companhias, dos proprietários para os gestores; e as divergências de interesses entre eles.

Alguns anos depois da publicação do trabalho citado, destaca-se também a obra "*The nature of firm*" de Coase, publicada em 1937 sobre a teoria dos custos de transação. Ele diz que a firma é desenvolvida por meio de contratos e que nas operações de mercados a empresa incorrerá em custos derivados de comparação de preços, de negociação e de fechamento de contratos, chamados de custos de transação. Entre esses contratos, há o contrato feito entre acionista e executivo, que sempre será incompleto, havendo sempre a possibilidade de determinados aspectos importantes para os interessados não terem sido previstos nos contratos (COASE, 1937).

Complementar ao trabalho de Coase, Williamson, em 1985, concluiu que, além dos custos anteriores ao contrato, *ex ante*, há também os custos posteriores ao contrato, *ex post*, custos de barganha, custos envolvidos com a estrutura de governança e custos para garantir a efetividade do acordo firmado entre empresas ou indivíduos, entre outros (WILLIAMSON, 1985).

Posterior aos trabalhos de Berle e Means, e Coase, mas com grande contribuição para o desenvolvimento da GC, o trabalho “*Theory of the firm*” de Jensen e Meckling (1976) é tido como um divisor de águas para o estudo da GC, e por meio dele foram desenvolvidos inúmeros trabalhos empíricos (SAITO; SILVEIRA, 2008). A teoria da agência ou teoria da firma de Jensen e Meckling (1976) assume que o relacionamento da agência é regulado por meio de um contrato, formal ou informal, segundo o qual o principal contrata um agente para o representar, que, por sua vez, executa serviços em nome daquele por meio da autoridade recebida. E se ambos agem tendo em vista o interesse próprio, o agente não agirá sempre de acordo com o interesse do principal.

Decorre então, dessa assimetria, que o principal terá de limitar essa divergência monitorando a atividade dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles, com o objetivo de garantir que o interesse dos administradores se aproxime o máximo possível do interesse dos acionistas. Dessa forma os acionistas irão incorrer em custos para alinhar o interesse dos gestores aos seus, que é o chamado custo de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

A GC surge então dessa demanda dos sócios, de garantirem que seus interesses serão representados na companhia, mesmo que eles não estejam lá presencialmente tendo o controle da administração. Como afirmou Correia e Amaral (2006, p. 12), a “função principal dos sistemas de governança corporativa consiste em resolver os conflitos de interesses entre agentes e principal, de modo a otimizar a geração de valor para este”. Assim, o sistema de GC “engloba um conjunto de práticas e processos formais de monitoração do corpo gestor, com o objetivo de preservar os interesses dos acionistas e mitigar os conflitos de interesse entre os *stakeholders*” (LIMA *et al.*, 2015, p. 5).

No Brasil, segundo Silva (2016), a GC surge em resposta à necessidade de as empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes para o mercado. Esse processo foi acelerado pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia, que resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo.

Como resultado da necessidade de adoção das boas práticas de governança, foi publicado em 1999 o primeiro código de GC, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. O código trouxe inicialmente informações sobre o Conselho de Administração e sua conduta esperada. Em

versões posteriores, os quatro princípios básicos da boa governança foram detalhados e aprofundados. Os princípios são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa (SILVA, 2016).

De acordo com o IBGC (2015), a transparência consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Devendo ser informado aos interessados não apenas questões econômicas e financeiras, como também todos os aspectos e fatores que contemplam a preservação e a otimização do valor da organização.

O segundo princípio, a equidade, caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), preservando seus direitos e deveres, necessidades, interesses e expectativas (IBGC, 2015).

O terceiro princípio, a prestação de contas, também chamado de *accountability*, consiste no dever de todos os agentes de governança prestarem contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis (IBGC, 2015).

E por fim, o quarto e último princípio, a responsabilidade corporativa, caracteriza-se pelo dever dos agentes de governança em zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzindo as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentando as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais no curto, médio e longo prazos (IBGC, 2015).

Em 2015 foi publicada a 5ª edição atualizada do código IBGC. Esta edição do código buscou adotar uma abordagem que estimula o uso consciente e efetivo dos instrumentos de governança, focando a essência das boas práticas. Tornou-se, portanto, menos prescritiva, ampliou o olhar sobre as diversas partes interessadas da empresa, reforçou a fundamentação das boas práticas de governança e explicitou a importância da ética nos negócios (IBGC, 2015).

Com o propósito de estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas listadas, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, atualmente chamada de B3, adotou segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de GC. Além do mercado Tradicional, passaram a existir

três segmentos diferenciados de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, e dois segmentos de transição, chamados: Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 (SILVA, 2016; B3, 2022).

Idealizados para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, o segmento de transição, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais, possibilitando a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado (B3, 2022).

A estratégia de acesso gradual permite que a empresa se prepare de forma adequada, implementando elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado. A principal diferença entre o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 consiste no fato de que, no Nível 2, as empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (B3, 2022).

Comparativamente, os segmentos mais altos de GC se diferenciam da seguinte forma: o segmento de Nível 1 caracteriza-se por exigir práticas de liquidez das ações, *free float* mínimo de 25%, e *disclosure*. Para isso, divulgam informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo um calendário anual de eventos corporativos (B3, 2022).

Enquanto o Nível 2 tem por obrigações adicionais práticas relativas aos direitos dos acionistas e conselho de administração, e, por conceder *tag along* de 100%, ou seja, no caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias ou preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador (B3, 2022).

Já o Novo Mercado diferencia-se do Nível 2 pela exigência de: emitir apenas ações ordinárias; instalação de comitê de auditoria comitê de auditoria, área de auditoria interna e implementação de funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos (B3, 2022).

Atualmente o IBGC conceitua GC e suas boas práticas da seguinte forma:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum. (IBGC, 2022).

Estudos brasileiros (VILHENA; CAMARGOS, 2015; CARREIRO *et al.*, 2021) apresentam a GC como um conjunto de procedimentos e processos formais de supervisão da gestão executiva, com o objetivo de resguardar os interesses dos acionistas e demais *stakeholders* interessados no valor de mercado da empresa (CARREIRO *et al.*, 2021). Portanto, torna-se importante a adoção de práticas de GC na empresa visto que, através delas, a empresa tende a criar maior valor a seu acionista comparado a empresas que não adotaram algum nível de GC (VILHENA; CAMARGOS, 2015).

Contribuindo para o mercado financeiro de modo geral, a adoção de práticas de GC pode diminuir conflitos nas relações entre gestores e investidores e entre acionistas majoritários e minoritários, pelo fato de que empresas que adotam tais práticas proporcionam aos seus investidores maior transparência, para que assim seus interessados acompanhem de perto seus resultados (VILHENA; CAMARGOS, 2015).

Dessa forma, as práticas de GC formam um ambiente legal de proteção aos investidores, sendo esse o principal motivo que leva as empresas a incorporarem em seus códigos as boas práticas de governança. Tais “normas e a obrigatoriedade de seus cumprimentos são elementos essenciais para fazer valer os direitos dos investidores, tanto acionistas quanto credores” (ANDRADE *et al.*, 2009, p. 8).

A próxima subseção apresenta uma discussão sobre as múltiplas dimensões do desempenho empresarial.

## **2.2 Múltiplas dimensões do desempenho empresarial**

O desempenho empresarial pode ser medido de muitas maneiras, e sob vários aspectos (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986; COMBS; CROOK; SHOOK, 2005; SANTOS, 2008; MIRANDA *et al.*, 2015; SANTOS, 2018; MACEDO; SANTOS; SILVA, 2020). A abordagem clássica propõe que o desempenho empresarial tem uma dimensionalidade que pode ser expressa em três domínios: financeiro, operacional e eficácia organizacional, em que o segundo domínio abrange também o primeiro, e o terceiro domínio abrange necessariamente os outros dois (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986), incorporando fatores como: lucratividade,

crescimento, valor de mercado, satisfação dos clientes, qualidade, inovação, satisfação de funcionários e reputação.

Combs, Crook e Shook (2005) corroboram que o desempenho organizacional é um construto multidimensional e sugerem que o desempenho operacional e o desempenho organizacional são distintos. Para os autores, o desempenho organizacional pode ser dimensionalizado em retornos contábeis, valor de mercado e medidas de crescimento, já o desempenho operacional pode ser representado por indicadores não financeiros de áreas específicas da organização, como: infraestrutura, *marketing* e vendas, recursos humanos, serviços, compras, logística, operações e tecnológica e desenvolvimento.

Desenvolvendo o tema, Santos (2008), por meio de análise de 177 artigos acadêmicos nacionais e internacionais e acompanhamento de executivos de alto escalão, concluiu que o desempenho empresarial é multidimensional e apresenta dois fatores de segunda ordem, o desempenho financeiro e a consciência socioambiental. Para a autora, a multidimensionalidade do desempenho empresarial deriva das diferentes demandas dos *stakeholders*: como cada *stakeholder* tem interesses diferentes, a empresa deve ser avaliada sob a ótica de seus diversos *stakeholders*.

Dessa forma, a autora apresenta sete dimensões correlacionadas com o interesse dos seus *stakeholders*: lucratividade, crescimento e valor de mercado, para os investidores; satisfação dos clientes, para os clientes; satisfação dos funcionários, para os funcionários; e por fim, desempenho ambiental e social, para o governo e sociedade. E como fator de segunda ordem, são colocados o desempenho financeiro e a consciência socioambiental, sendo que esses dois fatores tocam em todas as sete dimensões de desempenho empresarial.

O conceito de desempenho empresarial implica em medir níveis de eficiência e eficácia, por meio do uso de indicadores econômico-financeiros, desempenho social, entre outros, com o objetivo de avaliar a performance da empresa (MIRANDA *et al.*, 2015). Macedo, Santos e Silva (2020) afirmam que, tendo em vista as complexidades de se mensurar o desempenho organizacional, a avaliação ideal requer uma variedade de indicadores, financeiros e não-financeiros.

O uso de medidas de desempenho exclusivamente financeiros tais como Retorno sobre Investimento (*Return on Investment* – ROI) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*Return on Equity* – ROE), usados inúmeras vezes como únicas

variáveis de desempenho organizacional, limita-se, assim, a apresentar apenas uma dimensão de uma avaliação que possui uma natureza multidimensional (MACEDO; SANTOS; SILVA, 2020).

O desempenho empresarial apresenta diversas métricas, podendo ser caracterizado em três aspectos: econômico, operacional e de mercado. Dentre as múltiplas dimensões, o aspecto econômico pode ser mensurado pelos indicadores Retorno sobre o Ativo (*Return on Asset* – ROA) e Retorno sobre o Capital (*Return on Equity* – ROE) (MIRANDA et al., 2015; ALMEIDA et al., 2018; SANTOS, 2018).

Já o desempenho na perspectiva operacional pode ser evidenciado pelo indicador *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – EBITDA, que representa o lucro antes de juros, taxas, depreciação e amortização. Sob a óptica do mercado, o desempenho empresarial pode ser evidenciado pelo *Market-to-Book* - MKB, que representa o real valor que o mercado dá a empresa (MIRANDA et al., 2015; ALMEIDA et al., 2018; SANTOS, 2018).

A análise do desempenho econômico visa mensurar o retorno financeiro da empresa em relação ao seu ativo ou patrimônio, por meio de indicadores como o ROA e o ROE. O ROA, Retorno sobre o Ativo, mostra quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao ativo, demonstra quanto a empresa lucra para cada unidade monetária investida no seu ativo, sendo considerado como uma medida do potencial de geração de lucro da empresa. Seu indicador é calculado pela divisão do lucro líquido pelo ativo, conforme expresso na equação a seguir (SILVA; CORDEIRO FILHO, 2015; DEGENHART, 2021).

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

O ROE, também conhecido como Retorno sobre o Capital Próprio, ou seja, retorno sobre o Patrimônio Líquido - PL da empresa, demonstra a rentabilidade dos recursos dos acionistas. No que tange aos recursos totais da empresa, trata-se de uma medida que abrange a relação entre o resultado e o capital investido, ou seja, na relação lucro líquido e o PL, o indicador é obtido pela divisão do lucro líquido pelo PL, conforme expresso na equação a seguir (SILVA; CORDEIRO FILHO, 2015; DEGENHART, 2021).

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Com o objetivo de analisar as contribuições dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado na rentabilidade das empresas listadas na B3, Dourado (2020) estudou três



empresas listadas em diferentes níveis de GC e usou os indicadores ROA e ROE como indicadores de desempenho. Como resultado concluiu que os níveis de GC não possuem influência significativa no desempenho econômico-financeiro da empresa. Portanto, em seu estudo, o nível de GC adotado pela empresa não foi estatisticamente relevante na influência do ROA e ROE das empresas estudadas.

Sob o enfoque operacional do desempenho empresarial, Almeida *et al.* (2018) afirmam que essa dimensão se baseia em indicadores que representam a geração operacional de caixa e de riqueza. Sua mensuração se dá por meio do indicador EBITDA, traduzido para o português como Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização - LAJIDA, com ampla utilização na pesquisa e na análise financeira como medida de capacidade de geração operacional de caixa. O EBITDA é um indicador financeiro equivalente ao fluxo operacional bruto de caixa (SILVA; CORDEIRO FILHO, 2015; ASSAF NETO, 2021).

Frezatti e Aguiar (2007) destacam que o mérito do EBITDA consiste em ser uma aproximação do caixa operacional gerado no período, tendo em vista que os juros, as despesas financeiras, o imposto de renda e a contribuição social, a depreciação e a amortização são desconsideradas do seu cálculo. Tal indicador, portanto, favorece a análise da performance e eficiência operacional da empresa ao longo do tempo. Para a finalidade deste estudo, será utilizado o indicador EBITDA dividido pelo ativo operacional, que representa a geração de caixa operacional para cada unidade monetária investida no ativo circulante da empresa, conforme apresentado na equação a seguir (CALDAS; FREITAS, 2021).

$$\frac{EBITDA}{\text{Ativo Operacional}}$$

Ao estudarem a possível relação existente entre GC e o desempenho medido através do EBITDA, Souza *et al.* (2019) analisaram o segmento de instituições financeiras. A pesquisa buscou analisar a relação de níveis de GC e o desempenho empresarial de 27 instituições financeiras, em que se confirmou que as empresas que possuem GC tiveram uma performance melhor, tratando-se de EBITDA, do que aquelas que não possuem.

Por fim, diferentemente dos aspectos tradicionais, como o econômico e o operacional, o desempenho de mercado tem em seu conceito a criação de valor de mercado, e um dos principais indicadores que expressam esse desempenho é o *Market-To-Book*, que evidencia o valor de mercado da companhia para cada unidade

monetária do patrimônio líquido contábil da empresa. Seu indicador é resultado da divisão do valor de mercado pelo PL, conforme apresentado na equação a seguir (ALMEIDA *et al.*, 2018).

$$MKB = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Vilhena e Camargos (2015), analisando 66 empresas listadas na B3, buscaram estudar a relação da GC com a criação de valor e desempenho econômico-financeiro. Os autores concluíram que as empresas que adotaram práticas diferenciadas de GC são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas do que as do mercado Tradicional, que não adotam algum dos níveis de governança.

Considerando o efeito que a GC pode exercer sobre o desempenho empresarial, a próxima subseção aborda estudos anteriores que analisaram a referida temática dado o contexto de crise.

### 2.3 Estudos anteriores

Pesquisas que buscaram estudar a influência da GC no desempenho empresarial em períodos de crise foram conduzidas por diversos autores e chegaram a resultados diversos.

Alguns chegaram ao resultado de que a GC tem uma relação positiva com o desempenho empresarial em período de crise (JOHNSON *et al.*, 2000; SROUR, 2005; SOSCHINSKI; KROENKE, 2018). Outros autores chegaram à conclusão de que não há uma correlação entre o nível de GC adotado e o desempenho empresarial em tempos de crise (PEIXOTO, 2012; FLORENCIO; BATISTA; REIS, 2020). Por sua vez, alguns autores chegaram a concluir que a GC teve uma influência negativa com o resultado apresentado pelas empresas em período de crise (MARANHO, 2016; ESPEJO, CLEMENTE, 2017; FREITAS *et al.*, 2018; CALDAS; FREITAS, 2021). E, por fim, alguns autores entenderam que a GC poderá assumir essas três relações possíveis: a relação irá depender de cada caso e cada contexto de crise (GONÇALVES, 2009).

Como foco no estudo da influência da GC no desempenho financeiro em cenário de crise destaca-se o trabalho de Johnson *et al.* (2000), através do qual os

autores estudaram a crise Asiática de 1997 a 1998. A amostra do estudo foi composta por 25 países emergentes / em desenvolvimento, de vários continentes.

Johnson *et al.* (2000) concluíram, então, que as medidas de GC, particularmente a eficácia da proteção aos acionistas minoritários, explicam a extensão da depreciação da taxa de câmbio e do declínio do mercado de ações melhor do que as medidas macroeconômicas. Dessa forma, os autores exemplificam que os países onde as empresas têm uma GC fraca serão afetados de forma mais intensa por crises econômicas.

No Brasil, Srour (2005) se utilizou de uma amostra de 350 firmas brasileiras de capital aberto no período de 1997 a 2001 para investigar a eficácia de mecanismos alternativos de GC. Dentre os resultados obtidos, o autor identificou que firmas com Nível 2 ou do Novo Mercado possuem maiores retornos em períodos de crise e distribuem mais lucros sobre forma de dividendos. Além disso, também foi identificado que, na crise do 11 de setembro de 2001, empresas que possuíam Nível 2 ou faziam parte do Nível 1 de GC tiveram maiores chances de fazer parte do grupo de empresas que diluem menos os seus acionistas minoritários, além de apresentarem performance relativamente superior.

Gonçalves (2009), com o objetivo de responder se boas práticas de GC reduzem o risco dos acionistas em crises econômicas, analisou quatro contextos de crise: crise mexicana, asiática, as diversas crises entre 2000 e 2002 e a crise do *subprime* americano, e encontrou resultados diversos, da relação entre GC e desempenho empresarial.

Os resultados encontrados pelo autor indicaram que, durante a crise asiática, as empresas que adotaram melhores práticas de governança tiveram um retorno até 7% maior do que as empresas que não adotaram tais práticas. Já no que diz respeito ao período de crises entre 2000 e 2002 e a crise Mexicana, o índice de GC não foi estatisticamente significativo, e, durante a crise do *subprime*, o estudo mostrou que empresas que adotam boas práticas vêm tendo um retorno pior do que as demais.

Avaliando o desempenho baseado na média das variações dos preços das ações, Alberton, Moletta e Marcon (2011) estudaram de forma comparada as empresas listadas nos níveis diferenciados de GC e as empresas do Mercado Tradicional, resultando em uma amostra de estudo de 150 empresas. Como resultado da pesquisa, verificou-se que as empresas dos níveis diferenciados

tiveram desempenho inferior, concluindo que aderir a níveis diferenciados de GC não traz benefícios em períodos conturbados de crise, quando analisadas as variações dos preços das ações.

De forma similar, Peixoto (2012) estudou três períodos, classificados em: crises locais (2000-2002); não crise (2003-2007); e crise global (2008-2009), com objetivo de analisar a relação entre GC e desempenho, valor e risco de empresas brasileiras de capital aberto. A amostra final de pesquisa foi de 245 empresas listadas na B3 entre 2000 e 2009. Os mecanismos de governança analisados no estudo foram: estrutura de propriedade e controle, conselhos de administração, compensação aos gestores, transparência das informações publicadas e proteção aos acionistas minoritários.

A autora constatou que o desempenho contábil e as medidas de risco não apresentaram relação significativa com o índice de qualidade da governança, porém, quanto às medidas de valor, constatou que empresas bem governadas possuem maior valor de mercado no período de crise global. Concluiu assim que o desempenho empresarial no sentido financeiro não foi afetado pelo nível de GC adotado pela empresa, mas que a GC contribuiu para o desempenho na ótica do valor de mercado.

Buscando avançar na compreensão da relação entre GC, desempenho e recessões, Maranhão (2016) realizou um estudo com o objetivo de verificar a influência da qualidade da GC no desempenho das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F Bovespa em três contextos, período anterior à crise, período durante a crise econômica global de 2008, e período pós crise. A GC foi analisada pelo autor com base no segmento apresentado na BM&F Bovespa, dividido em Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional.

O estudo teve como amostra 51 empresas oriundas de diversos setores, e o autor pôde verificar que a relação de nível de GC e desempenho medido pelo ROA mostrou-se estatisticamente significativa e positiva no período anterior à crise, já no período da crise global de 2008, a relação se mostrou negativa, e no período pós crise os resultados não apresentaram significância estatística. Dessa forma concluiu que as empresas com aderência às normas de GC apresentam um desempenho inferior no cenário da crise global de 2008.

É significativo notar que Peixoto (2012) e Maranhão (2016), ao estudarem o mesmo período de crise e avaliarem a dimensão de desempenho financeiro,

chegaram, porém, a conclusões diferentes, enquanto Maranhão (2016) verificou relação negativa da governança com desempenho, Peixoto (2012) não encontrou relação significativa do desempenho empresarial com o índice de qualidade da governança.

Essa diferença no resultado pode ter se dado por algumas diferenças na forma de análise: composição da amostra e variáveis de governança utilizadas e pelo fato de que Peixoto (2012) não abordou apenas o ROA como no estudo realizado por Maranhão (2016), mas analisou um conjunto de cinco indicadores de desempenho.

Ainda analisando o período da crise financeira mundial de 2008, Espejo e Clemente (2017), contribuindo com o trabalho de Alberton, Moletta e Marcon (2011), tiveram como objetivo em seu trabalho verificar se os níveis diferenciados de GC constituíram fatores de diferenciação do risco das ações das empresas negociadas na bolsa de valores.

Avaliando uma amostra de 240 empresas da bolsa de valores, observou-se que as ações das empresas sem governança não apresentaram queda, enquanto as pertencentes aos níveis diferenciados de GC apresentaram. Concluiu ainda que o risco das ações, representado pela sua volatilidade, foi maior para as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de GC.

Com o objetivo de analisar a influência da GC no desempenho econômico-financeiro dos bancos listados na B3, comparados em um ambiente com e sem crise econômica, Freitas *et al.* (2018) estudaram uma amostra de 25 bancos no período de 2013 a 2016, com 2013 e 2014 correspondendo ao período sem crise, e 2015 e 2016 o período com crise.

Os autores verificaram que os resultados encontrados apontam para uma relação significativa e negativa entre a GC e desempenho no setor bancário; o segundo resultado encontrado foi o indício de que não há relação significativa entre a crise econômica e o desempenho dos bancos; e por fim também concluíram que os bancos que participam de segmentos especiais de GC têm o seu desempenho reduzido no período de crise econômica comparado a instituições sem GC.

Ainda no ano de 2018, Soschinski e Kroenke (2018), com o objetivo de analisar a influência da GC no desempenho econômico das empresas brasileiras, estudaram o período de 2010 a 2016, considerando o período de crise sendo de 2014 a 2016, e de prosperidade econômica, de 2010 a 2013. Para tanto, realizaram

uma pesquisa com uma amostra de 56 empresas. A GC foi medida por uma dimensão geral que abrange mecanismos relacionados à gestão, aos acionistas e às estratégias de integração de práticas ambientais, sociais e econômicas.

Como resultado referente à dimensão geral, mostrou-se positivamente relacionado com o desempenho econômico em períodos de crise, tanto para a medida de rentabilidade sobre o ativo quanto para a rentabilidade sobre o patrimônio líquido. Os autores observaram, portanto, que os mecanismos relacionados à gestão podem influenciar positivamente o desempenho das firmas em período de recessão econômica e que mecanismos relacionados à estratégia de integração influenciam positivamente o desempenho das empresas independentemente do contexto econômico.

Com o objetivo de analisar a relação da GC com o desempenho das ações de empresas comerciais listadas na B3, em períodos com e sem crise, Florencio, Batista e Reis (2020) estudaram uma amostra de 20 companhias entre os anos de 2015 a 2018, sendo os anos de 2015 e 2016 com crise e 2017 e 2018 sem crise. Os autores observaram no trabalho que as práticas de GC, representadas pelos níveis diferenciados, apresentam relação positiva com o desempenho das ações. No entanto, a variável que capta a crise econômica não se mostrou significativa, não se podendo inferir que as práticas de GC sejam capazes de mitigar os efeitos negativos de crises econômicas no desempenho das ações.

Por fim, de grande importância por conta da sua atualidade, Caldas e Freitas (2021), com o objetivo de identificar o comportamento da performance financeira dos bancos brasileiros, diferenciados entre os níveis de GC, antes e durante o período da pandemia de COVID-19, estudaram os resultados de 2019 e 2020 de 21 instituições financeiras listadas na B3.

Com base nos resultados obtidos, foi evidenciada uma queda de rentabilidade pelo índice ROA no período da pandemia de COVID-19 maior nas empresas com participação nos segmentos de listagem, que tendem a diminuir o valor da rentabilidade financeira dos bancos com maior nível de governança. Observaram também menor variabilidade da performance financeira do Novo Mercado, o que pode sugerir menor risco de rentabilidade para as empresas com mais alto nível de GC.

Diante do exposto, este trabalho espera contribuir com a literatura ao estudar a influência dos níveis de GC no desempenho empresarial das empresas

listadas na B3 no contexto da crise de COVID-19. A seção seguinte destina-se a apresentar os aspectos metodológicos do trabalho.

### **3 METODOLOGIA**

Esta seção apresenta os procedimentos metodológicos do estudo, o qual é apresentado em quatro subseções: tipologia da pesquisa; população e amostra; definição e mensuração das variáveis do estudo; e síntese metodológica.

#### **3.1 Tipologia da pesquisa**

Essa pesquisa se classifica como descritiva já que investiga a relação entre GC e o desempenho empresarial das empresas no contexto da crise de COVID-19. Conforme Richardson (2017), os estudos descritivos procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis e investigam a relação de causalidade entre fenômenos.

Os estudos que procuram investigar a correlação entre variáveis são fundamentais para as diversas Ciências Sociais porque permitem controlar, simultaneamente, grande número de variáveis e, por meio de técnicas estatísticas de correlação, especificar o grau em que diferentes variáveis estão relacionadas, oferecendo ao pesquisador entendimento do modo pelo qual as variáveis estão operando (RICHARDSON, 2017).

Quanto aos procedimentos, a pesquisa caracteriza-se como documental. Os dados foram coletados de fontes secundárias: informações dos relatórios financeiros foram coletadas do site da B3.

Quanto à abordagem do problema, o estudo se classifica como quantitativo. O enfoque quantitativo da pesquisa dar-se-á pelo uso de técnicas estatísticas para o exame de dados. A abordagem quantitativa procura analisar o comportamento de fatos com base nos dados retirados das informações da amostra, por meio de regressão múltipla em painel (ANDREWS; BIANCHI, 2018). Segundo Richardson (2017), a pesquisa quantitativa é um meio para testar teorias objetivas, examinando a relação entre as variáveis. Tais variáveis, por sua vez, podem ser medidas por instrumentos, para que os dados possam ser analisados por procedimentos estatísticos.



### 3.2 População e amostra do estudo

A população do estudo são as empresas listadas na B3, compostas por 410 empresas no período de análise, e sua amostra foi definida com um total de 200 empresas, eliminando-se do estudo 63 empresas do setor financeiro e 147 empresas que não possuíam todos os dados disponíveis no período de análise, conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Construção da amostra da pesquisa

Construção da Amostra	Quantidade de empresas
População do Estudo – Empresas Listadas no ano de 2018 a 2021	410
(-) Empresas do Setor Financeiro	(63)
(-) Empresas que não possuem dados no período de análise	(147)
= Amostra do Estudo	200

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

O período analisado compreende o intervalo entre os anos 2018 a 2021, sendo os anos de 2018 e 2019 classificados como o período antes da pandemia, e os anos 2020 e 2021, o período durante a pandemia, a fim de possibilitar uma análise comparativa do objeto de estudo antes e durante a pandemia de COVID-19.

### 3.3 Definição e mensuração das variáveis do estudo

Para a definição da variável de GC, serão utilizados os níveis de governança estabelecidos na B3, classificados em: (NM) Cia. Novo Mercado, (N2) Cia. Nível 2 de Governança Corporativa, (N1) Cia. Nível 1 de Governança Corporativa, (MA) Cia Nível Bovespa Mais, (M2) Cia Nível Bovespa Mais Nível 2 e (Tradicional) Cia em outras classificações (B3, 2022).

A pesquisa se propõe a realizar uma análise multidimensional do desempenho empresarial, classificando a análise em três dimensões, econômica, operacional e de mercado, para dessa forma mensurar onde reside a influência da GC no desempenho das empresas. Assim, os indicadores foram considerados conforme apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 - Descrição das dimensões do desempenho empresarial

DIMENSÃO	INDICADOR	SUORTE TEORICO
Econômica	Retorno Sobre o Ativo ( <i>Return on Assets</i> – ROA)	Silva e Cordeiro Filho (2015); Caldas e Freitas (2021); Degenhart (2021)
	ROA = Lucro Líquido / Ativo Total	
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido ( <i>Return on Equity</i> – ROE)	
	ROE = Lucro Líquido / PL	
Operacional	EBITDA / Ativo Operacional	Frezatti e Aguiar (2007); Silva e Cordeiro Filho (2015); Almeida <i>et al.</i> (2018); Souza <i>et al.</i> (2019); Caldas e Freitas (2021); Assaf Neto (2021)
Mercado	<i>Market-to-Book</i> (MKB)	Peixoto (2012) Vilhena e Camargos (2015); Almeida <i>et al.</i> (2018)
	MKB = Valor de mercado / PL	

Fonte: Elaborado pelo autor com base na revisão de literatura (2022).

Conforme as informações evidenciadas no Quadro 1, a dimensão do desempenho econômico-financeiro será mensurada pelo Retorno sobre o Ativo (*Return on Assets* – ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*Return on Equity* – ROE). Tais indicadores expressam os rendimentos dos capitais investidos em uma organização. Os recursos disponibilizados pelos índices de rentabilidade permitem aos acionistas visualizarem qual a realidade dos investimentos feitos no negócio, servindo como ferramenta de controle e comparação, contribuindo na tomada de decisão aos sócios, investidores e partes interessadas (BROLLO, 2021).

A dimensão do desempenho operacional, assim como em estudos anteriores, será obtida através do EBITDA, pois esse indicador busca evidenciar de forma panorâmica a geração operacional do caixa, eliminando do resultado despesas que não se efetivarão em saída de caixa para a organização, como no caso da depreciação, amortização e exaustão, e ,além disso, elimina também os efeitos dos juros e tributos sobre o lucro que são saídas de caixa, mas que não é fruto da atividade operacional da empresa, e sim da política econômica e fiscal do governo do país em que ela está operando (SANTOS, 2018).

Neste estudo optou-se por utilizar o indicador EBITDA / Ativo Operacional da organização, pois dessa forma o resultado irá representar o potencial de resultado para cada unidade monetária investida no ativo circulante da empresa.

E, quanto ao desempenho empresarial na dimensão de mercado, será utilizado o Market-to-Book - MKB, que evidencia o valor de mercado da companhia para cada unidade monetária do patrimônio líquido contábil da empresa. Dessa forma, entende-se que, quanto maior o resultado desse indicador, mais a empresa tem efetivamente um valor de mercado que não é fruto de valores patrimoniais de sua contabilidade, e sim como resultado do mercado em si (PEIXOTO, 2012; VILHENA; CAMARGOS, 2015).

### 3.4 Síntese metodológica

No Quadro 2 apresenta-se, de forma sintetizada, o meio pelo qual os objetivos geral e específicos da pesquisa serão atingidos.

Quadro 2 - Síntese metodológica

Objetivos	Método de análise
Identificar o nível de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na B3	Estatística Descritiva
Analisar o nível de governança corporativa das empresas listadas na B3 por setor econômico	Estatística Descritiva
Analisar comparativamente o desempenho das empresas antes e durante a pandemia gerada pela COVID-19	Estatística Descritiva e Teste de diferença de média
Verificar a influência do nível de governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 durante a pandemia de COVID-19	Regressão múltipla linear

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

A próxima seção será destinada à apresentação da análise e à discussão dos resultados.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados obtidos neste estudo e é dividida em quatro subseções: análise descritiva e comparativa das variáveis do estudo; resultado comparativo antes e durante a pandemia; teste de Mann-Whitney; e regressão.

### 4.1 Análise descritiva e comparativa das variáveis do estudo

A análise descritiva possibilita conhecer a amostra que está sendo estudada. Para isso, a Tabela 2 apresenta de maneira detalhada a amostra do estudo classificada por setor, conforme segmento da B3.

Tabela 2 - Distribuição da amostra do estudo por setor de atuação

Setor	Quantidade de empresas por setor	Proporção
Bens Industriais	36	18%
Comunicações	2	1%
Consumo Cíclico	59	30%
Consumo não Cíclico	17	9%
Materiais Básicos	22	11%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	5%
Saúde	14	7%
Tecnologia da Informação	4	2%
Utilidade Pública	36	18%
TOTAL	200	100%

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Verifica-se que as empresas do setor de consumo cíclico obtiveram maior representatividade na amostra estudada, compondo 59 empresas, do total de 200 empresas da amostra. É importante ressaltar que esse setor é bem diverso, sendo composto de empresas de diversos segmentos como: automóveis e motocicletas, comércio, construção civil, hotéis e restaurantes, serviços educacionais, tecidos, vestuário e calçados, utilidades domésticas, viagens e lazer.

Em seguida, com grande representatividade, há os setores de bens industriais e utilidade pública, em que cada setor compõe 36 das 200 empresas da amostra. O setor de bens industriais é segmentado em empresas de construção e

engenharia, máquinas e equipamentos, material de transporte e transporte, enquanto o setor de utilidade pública é composto quase que em sua totalidade de empresas do segmento de energia elétrica, e em menor parte com empresas do segmento de água, saneamento e gás.

Para atender ao primeiro objetivo específico do trabalho, que buscou identificar o nível de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na B3, apresenta-se a seguir a Tabela 3.

Tabela 3 - Amostra do estudo por nível de governança corporativa

Nível de Governança	Quantidade de Empresas	Proporção
Novo Mercado	110	55%
Nível 2	14	7%
Nível 1	17	9%
Bovespa Mais	2	1%
Tradicional	57	29%
TOTAL	200	100%

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Destacam-se na amostra as empresas do nível Novo Mercado, compondo 55% das empresas da amostra. Conforme classificação da B3, o Novo Mercado é o nível mais alto de governança, em que empresas desse nível de GC, além de obrigatoriamente seguirem as boas práticas dos níveis abaixo, também se diferenciam por obrigações adicionais relacionadas a emitir apenas ações ordinárias; exigência de instalação de comitê de auditoria, área de auditoria interna e implementação de funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos (B3, 2022).

Além disso, é importante observar a baixa adesão aos níveis de transição: o nível Bovespa Mais foi representado na amostra com 2 empresas, e não houve nenhuma empresa do nível Bovespa Mais Nível 2 com representação na amostra.

A amostra ser composta em sua grande parte por empresas com alto nível de GC corrobora com o trabalho de Silva (2016), que diz que as empresas brasileiras têm buscado cada vez mais modernizar sua alta gestão em busca de competitividade, e se tornarem mais atraente para o mercado de capitais.

A Tabela 4 apresenta a amostra do estudo classificada por setor e nível de governança corporativa, atendendo ao objetivo. Dessa forma, é possível observar se existe uma relação entre o setor de atuação e os níveis de governança.

Tabela 4 – Amostra do estudo por setor e nível de governança corporativa

<b>Setor</b>	<b>Nível de Governança</b>	<b>Quantidade de Empresas</b>
Bens Industriais	Novo Mercado	17
	Nível 2	4
	Nível 1	2
	Bovespa Mais	0
	Tradicional	13
Comunicações	Novo Mercado	0
	Nível 2	0
	Nível 1	1
	Bovespa Mais	0
	Tradicional	1
Consumo Cíclico	Novo Mercado	41
	Nível 2	1
	Nível 1	2
	Bovespa Mais	1
	Tradicional	14
Consumo não Cíclico	Novo Mercado	13
	Nível 2	0
	Nível 1	0
	Bovespa Mais	0
	Tradicional	4
Materiais Básicos	Novo Mercado	6
	Nível 2	1
	Nível 1	9
	Bovespa Mais	0
	Tradicional	6
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Novo Mercado	7
	Nível 2	1
	Nível 1	0
	Bovespa Mais	0
	Tradicional	2
Saúde	Novo Mercado	12
	Nível 2	0
	Nível 1	0
	Bovespa Mais	1
	Tradicional	1
Tecnologia da Informação	Novo Mercado	4
	Nível 2	0
	Nível 1	0
	Bovespa Mais	0
	Tradicional	0

Utilidade Pública	Novo Mercado	10
	Nível 2	7
	Nível 1	3
	Bovespa Mais	0
	Tradicional	16

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Ressaltam-se na Tabela 4 alguns setores que possuem em sua composição grande maioria das empresas com alto nível de governança e outros setores cuja maioria das empresas não aderiram a nenhum nível de governança, estando listadas como tradicionais. Destacam-se, no primeiro caso, os setores de consumo cíclico, consumo não cíclico, petróleo, gás e biocombustíveis, o setor de saúde, e o setor de tecnologia da informação. Empresas desses segmentos tiveram a tendência de aderir aos mais altos níveis de governança.

Em contraposição, não há empresas de nível Novo Mercado na amostra das empresas do setor de comunicação, e nos setores de bens industriais, materiais básicos e utilidade pública os seguimentos de listagem das empresas foram mais heterogêneas, com grande representatividade de empresas Tradicionais.

O setor de utilidade pública foi o setor com maior número de empresas tradicionais: 16 das 36 empresas do setor, ou seja, quase 45%, foram listadas como Tradicional, sem adotar nenhum nível de governança. Essa falta de busca de diferenciação da gestão por meio da adoção de boas práticas de governança de algumas empresas desse setor pode ser causada por conta da estabilidade econômica que essas empresas tenham.

#### 4.2 Resultado comparativo antes e durante a pandemia

Para atender ao terceiro objetivo específico da pesquisa, que buscou analisar comparativamente o desempenho das empresas antes e durante a pandemia gerada pela COVID-19, a Tabela 5 apresenta o desempenho empresarial de toda a amostra, dividida em antes da pandemia (anos 2018 e 2019) e durante a pandemia (anos 2020 e 2021).

Tabela 5 - Resultado comparativo antes e durante a pandemia

Variável	Período	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
<b>ROA</b> (Dimensão Econômica)	Antes	-2,261	0,413	0,002	0,173
	Durante	-14,599	1,070	-0,012	0,752

<b>ROE</b> (Dimensão Econômica)	Antes	-23,916	20,813	0,111	1,885
	Durante	-26,265	11,270	0,049	1,963
<b>EBITDA / Ativo Operacional</b> (Dimensão Operacional)	Antes	-1,360	1,134	0,078	0,141
	Durante	-14,597	1,061	0,071	0,749
<b>Market-to-Book</b> (Dimensão Mercado)	Antes	-47,950	117,213	2,428	7,176
	Durante	-8,856	362,242	3,703	19,957

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

O desempenho econômico formado pelo ROA e ROE tiveram comportamento semelhante: ambos os indicadores tiveram uma queda em sua média durante a pandemia com um aumento no desvio-padrão, o que significa que a amostra se tornou mais heterogênea em relação à média.

Esse fator pode ser observado na coluna Mínimo e Máximo, onde o ROA mínimo teve uma diminuição, mostrando que algumas empresas diminuíram sua rentabilidade, porém o ROA máximo aumentou, indicando uma melhora na rentabilidade pelo ativo de outras empresas, porém, como em média houve mais redução do que aumento, o ROA médio foi reduzido, com um aumento no desvio-padrão. Dessa forma, em média a rentabilidade pelo ativo das empresas diminuiu durante a pandemia de COVID-19, confirmando o resultado encontrado por Caldas e Freitas (2021).

No ROE, assim como no ROA, foi observada uma redução no seu mínimo, mas, diferentemente do ROA, o seu máximo também reduziu, porém, mesmo com a redução dos dois, mínimo e máximo, ainda houve uma dispersão de resultados maior do que antes da pandemia, o que pode ser observado pelo aumento do desvio-padrão. Dessa forma, em sua média, o ROE seguiu a tendência de queda na rentabilidade durante a pandemia, corroborando com os achados no trabalho de Florencio, Batista e Reis (2020).

No desempenho operacional, medido pelo EBITDA / Ativo Operacional, foi observado o mesmo comportamento do ROE, diminuição no mínimo e máximo, sendo a redução no mínimo mais expressiva, redução na média e aumento no desvio-padrão. Fica evidenciada dessa forma uma queda no desempenho operacional das empresas estudadas durante a pandemia.

Diferentemente dos resultados encontrados nos desempenhos econômico e operacional, o desempenho de mercado medido pelo *Market-to-Book* (calculado



pelo Valor de Mercado / PL) obteve aumento no mínimo, no máximo e em sua média, com um aumento do desvio-padrão. Fica evidenciada dessa forma uma melhora no valor de mercado pelo patrimônio líquido das empresas estudadas durante a pandemia.

### 4.3 Teste de Mann-Whitney

Através do teste de *Kolmogorov-Smirnov*, certificou-se que todas as variáveis não apresentaram distribuição normal, pois o p-valor do teste foi inferior a 0,05, assim justificando a utilização de um teste não paramétrico. Para analisar diferenças significativas entre as variáveis de desempenho das empresas antes e durante a pandemia de COVID-19, aplicou-se o teste de diferença de média para amostra independente de *Mann-Whitney*.

O teste de *Mann-Whitney* confirmou-se como técnica potente na comparação das médias da amostra. Assim, a Tabela 6 demonstra os resultados dos testes entre médias nas empresas dos grupos destacados, sob cada variável de desempenho empresarial.

Tabela 6 - Teste de *Mann-Whitney*

Desempenho Empresarial		N	Mann-Whitne y	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
<b>ROA</b> (Dimensão Econômica)	Antes	400	71430	-0,013	0,009*
	Durante	400			
<b>ROE</b> (Dimensão Econômica)	Antes	400	71337	-0,029	0,008*
	Durante	400			
<b>EBITDA</b> (Dimensão Operacional)	Antes	400	71560	-0,015	0,010*
	Durante	400			
<b>MTB</b> (Dimensão Mercado)	Antes	400	78372	0,0535	0.618
	Durante	400			

Nota: (\*) Significante ao nível de 1%

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Através do teste de diferença de médias apresentado na Tabela 6, concluímos que as dimensões econômica e operacional apresentaram diferenças significantes. Além disso, essa diferença nas médias provocou-se por um declínio

nos indicadores como já apresentado através da estatística descritiva. Os resultados corroboram com os achados por Florencio, Batista e Reis (2020) e Caldas e Freitas (2021), que demonstram que os indicadores econômicos das empresas brasileiras declinaram no período de crise gerado pela pandemia.

Ainda, através do teste apresentado, percebe-se que a diferença entre os períodos analisados para a Dimensão de Mercado não se mostrou significativa. Na estatística descritiva, visualizou-se uma grande diferença entre os períodos e uma alta volatilidade entre as empresas, o que se evidenciou através do desvio-padrão. Dessa forma, comparando a estatística descritiva com estatística inferencial, as evidências apontam que, para o todo, não houve diferença significativa no valor de mercado das empresas quando analisados os períodos que antecederam a pandemia. Todavia, houve sim algumas empresas (ou setores) que alavancaram seu valor de mercado durante esse período.

#### 4.4 Regressão

Foi delineada a regressão linear múltipla, com o intuito de se verificar a influência do nível de governança corporativa nas variáveis que representam o desempenho empresarial sob múltiplas perspectivas. Na Tabela 7, dispõem-se os resultados da regressão, sendo testados quatro modelos distintos. Cada modelo trouxe como variável dependente o desempenho empresarial que estava sob análise e como variável explicativa, o nível de governança mensurado através dos níveis disponibilizados pela B3. Como variáveis de controle, utilizamos o tamanho das empresas (TAM), calculado através do Logaritmo Natural do Ativo Total, e o Setor de Atuação, de acordo com a classificação da B3.

Tabela 7 - Resultados da regressão linear múltipla

Variável	ROA				ROE			
	Beta	T	Sig.	VIF	Beta	T	Sig.	VIF
Const	-	3,566	< ,001	-	-	2,845	,005	-
GC	,076	0,321	0,749	1,12	,052	0,653	,514	1,11
TAM	,054	0,568	< ,001 *	1,14	,037	,551	<b>0,011*</b>	1,13
SETOR	,048	0,571	,568	1,02	,033	,055	<b>0,040**</b>	1,02

R	0,18 2	<b>Durbin- Watson</b>	2,03	<b>R</b>	0,156	<b>Durbin- Watson</b>	1,93	
R <sup>2</sup>	0,03 2	<b>F</b>	4,5	<b>R<sup>2</sup></b>	0,024	<b>F</b>	4,1	
R <sup>2</sup> ajustad o	0,02 5	<b>Sig.</b>	0,00 1*	<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,016	<b>Sig.</b>	0,007*	
Variável	<b>EBITDA</b>				<b>MTB</b>			
	<b>Beta</b>	<b>T</b>	<b>Sig.</b>	<b>VIF</b>	<b>Beta</b>	<b>T</b>	<b>Sig.</b>	<b>VIF</b>
Const	-	3,800	,001	-	-	,839	,005	-
GC	,014	0,557	,577	1,11	0,411	0,238	0,812	1,11
TAM	,010	0,302	<,001 *	1,13	0,295	1,591	0,112	1,13
SETOR	,093	0,357	,721	1,02	0,262	1,944	<b>0,052**</b>	1,02
R	0,15 4	<b>Durbin- Watson</b>	2,01	<b>R</b>	0,023	<b>Durbin- Watson</b>	1,43	
R <sup>2</sup>	0,02 3	<b>F</b>	6,41	<b>R<sup>2</sup></b>	0,019	<b>F</b>	2,64	
R <sup>2</sup> ajustad o	0,01 9	<b>Sig.</b>	<,00 1*	<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,014	<b>Sig.</b>	<,001 *	

Nota: (\*) Significante ao nível de 1%; (\*\*) Significante ao nível de 5%

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Na Tabela 7, todos os modelos se mostraram significativos, porém com baixo poder explicativo, como pode ser visto através dos valores apresentados como R<sup>2</sup> ajustado. Isso se dá pelo fato de o desempenho empresarial ser decorrente de vários fatores endógenos e exógenos, principalmente no contexto de crise econômica ao qual se refere a pesquisa. Todavia, nosso objetivo se deu apenas em buscar a influência dos níveis de Governança Corporativa nos múltiplos desempenhos empresariais. Sobre esses modelos, foram descartados os problemas de autocorrelação dos resíduos (Durbin-Watson de 2.03, 1,93, 2,01 e 1,43, respectivamente). As estatísticas de VIF (*Variance Inflation Factor*) demonstram não haver problemas significativos de multicolinearidade. Dito isso, de acordo com todos os modelos, não foi encontrada influência significativa da governança corporativa no desempenho das empresas, durante o período da pandemia.

O resultado do estudo corrobora e contribui com estudos anteriores, como o trabalho de Gonçalves (2009), Peixoto (2012) e Florencio, Batista e Reis (2020),

que, em seus estudos, a influência da GC no desempenho das empresas em período de crise também não se mostrou estatisticamente significativa.

Sobre esses achados, destaca-se que, no presente estudo, não foram avaliadas as práticas de governança das empresas, e sim os níveis de governança, que são uma mensuração do conjunto de práticas e normas segmentadas pela B3. Ao se avaliarem as práticas de governança individualmente, é possível alcançar o resultado de que algumas práticas são mais favoráveis ao desempenho, enquanto outras não apresentam relação direta, e, ao se avaliarem as práticas de governança em conjunto, encontra-se o resultado sem significância estatística (JOHNSON, 2000; SILVEIRA, 2002; SOSCHINSKI; KROENKE, 2018).

Também é importante ressaltar que, em cada contexto de crise, há setores que serão mais ou menos afetados de forma que o resultado do trabalho pode ter sido influenciado também por não haver avaliado os setores individualmente, e também por não ter avaliado mais de um contexto de crise econômica, pois em cada contexto de crise pode haver setores que serão mais ou menos afetados, e alguns podem até serem beneficiados (GONÇALVES, 2009; PEIXOTO, 2012).

Por meio da análise da regressão, através das variáveis de controle, é possível perceber uma influência significativa do setor de atuação da empresa no desempenho empresarial mensurado através do ROE e do MKB. Sendo assim o setor da economia a que a empresa pertence teve influência positiva ou negativa no seu desempenho durante a pandemia de COVID-19.

Ainda através da regressão, foi encontrada uma influência significativa e positiva do tamanho da empresa sobre seu desempenho no contexto da crise estudada. Isso demonstra que empresas maiores tiveram melhor desempenho durante a pandemia, o que pode ser explicado pelo fato de que empresas maiores tendem a ter melhores estruturas de gestão e financeira para enfrentar crises econômicas.

## 5. CONCLUSÃO

Esta pesquisa foi desenvolvida com a proposta de responder ao seguinte questionamento: qual a influência do nível de governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 durante a pandemia de COVID-19?

A governança corporativa é um conjunto de boas práticas adotadas por muitas empresas de capital aberto que buscam fortalecer sua gestão, alinhando o interesse dos sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas, com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização (IBGC, 2022).

Para alcançar o objetivo geral da pesquisa, buscou-se atender aos seguintes objetivos: identificar o nível de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na B3; analisar o nível de governança corporativa das empresas listadas na B3 por setor econômico; analisar comparativamente o desempenho das empresas antes e durante a pandemia; e verificar a influência do nível de governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 durante a pandemia de COVID-19.

Para tanto, foi observada uma amostra de 200 empresas listadas na B3 em segmentos e níveis de governança diversos. Atendendo ao primeiro objetivo específico, foi observado na amostra do estudo que as empresas de segmento Novo Mercado obtiveram uma representatividade de 55% da amostra total, evidenciando assim que grande parte das empresas brasileiras têm buscado aderir aos altos níveis de GC. Porém as empresas que não aderiram a nenhum segmento de governança ainda possuem representação relevante de 29%, conseqüentemente os demais segmentos de listagem de GC obtiveram baixa representatividade na amostra.

Atendendo ao segundo objetivo específico, foi observado na análise do nível de governança corporativa das empresas listadas na B3 por setor econômico que setores como consumo cíclico, consumo não cíclico, petróleo, gás e biocombustíveis, o setor de saúde, e o setor de tecnologia da informação destacaram-se pela alta aderência ao segmento Novo Mercado em contraposição aos setores de comunicação, bens industriais, materiais básicos e utilidade pública,

que tiveram representatividade maior de empresas no nível Tradicional, ou em outros segmentos de listagem de GC.

Na análise comparativa do desempenho das empresas antes e durante a pandemia de COVID-19, para atender o terceiro objetivo, foi constatado por meio da estatística descritiva que as empresas apresentaram desempenho inferior durante a pandemia na dimensão econômica, através da análise do ROA e ROE, e na dimensão operacional através da análise do EBITDA. Já na dimensão de mercado, a média do MKB se mostrou superior durante a pandemia, mostrando que no desempenho de mercado as empresas melhoraram apesar da pandemia de COVID-19.

Contudo, por meio da estatística inferencial, com uso do teste de diferença de média, foi possível observar que essa alta na média do MKB durante a pandemia não se mostrou estatisticamente significativa. Diferentemente do resultado encontrado para a queda do desempenho na dimensão econômica e operacional, que se mostrou estatisticamente significativa.

Como resultado da análise da influência do nível de governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 durante a pandemia de COVID-19, constatou-se por meio do cálculo de regressão que a influência não foi estatisticamente significativa.

Observou-se ainda na regressão, através das variáveis de controle, influência significativa do setor de atuação da empresa no desempenho empresarial mensurado através do ROE e do MKB. Ainda na regressão, foi constatada influência significativa e positiva do tamanho da empresa sobre seu desempenho no contexto da crise estudada.

Considerando o exposto, considera-se uma limitação da pesquisa a análise da governança corporativa através dos níveis de classificação da B3, ao invés da análise de cada prática de governança de forma individual.

Por fim, para pesquisas futuras, sugerem-se trabalhos que explorem a influência dos setores das empresas, como também do tamanho das empresas sobre seu desempenho no contexto de crise, pois foi constatado nos resultados da pesquisa que essas variáveis podem exercer influência. Sugere-se ainda um estudo da influência de práticas específicas de governança corporativa no desempenho empresarial das empresas no contexto da crise de COVID-19.



## REFERÊNCIAS

- ALBERTON, Anete; MOLETTA, Antônio Miguel Cavalheiro; MARCON, Rosilene. Os níveis diferenciados de governança corporativa blindam as firmas contra crises financeiras? Uma análise da crise financeira de 2008. **Pensar Contábil**, v. 13, n. 51, 2011.
- ALMEIDA, Fabrício Teixeira De et al. Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. **Gestão & Regionalidade**, v. 34, n. 100, 2018.
- ANDRADE, Lélis Pedro de et al. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Ram.* **Revista de administração mackenzie**, v. 10, p. 4-31, 2009.
- ANDREWS, Nathalie; BIANCHI, Márcia. **Influência da governança corporativa e do ciclo de vida no EBITDA das empresas listadas no Índice IBRX100**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2018.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2021.
- B3. **Segmentos de listagem**. São Paulo. 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmento-s-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmento-s-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/). Acesso em: 14 nov. 2022.
- BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Tradução: Dinah De Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BROLLO, Renata. **Um estudo comparativo sobre a relação da governança corporativa na rentabilidade das principais instituições financeiras do Brasil**. 2021. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Campus Universitário de Caxias do Sul, Universidade de Caxias do Sul, Caxias do Sul, 2021.
- CALDAS, Álvaro José Ribeiro; FREITAS, Maurício Assuero Lima De. 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**, 2021.
- CARREIRO, Nádia Kelly Duarte et al. Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. **Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión**, v. 29, n. 2, p. 11-28, 2021.



CARVALHO, Antonio Gledson De. Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa. **Prepared to the Sao Paulo Stock Exchange Market**, 2003.

COASE, Ronald Harry. **The nature of the firm**. *economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COMBS, James G.; CROOK, T. Russell; SHOOK, Christopher L. The dimensionality of organizational performance and its implications for strategic management research. In: **Research methodology in strategy and management**. Emerald Group Publishing Limited, 2005.

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. **REGE Revista de Gestão**, v. 13, n. 1, p. 43-55, 2006.

DEGENHART, Larissa et al. Mecanismos de Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro e de Mercado de Empresas Brasileiras listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. **Revista Organizações em Contexto**, v. 17, n. 33, p. 137-177, 2021.

DOURADO, Geronimo Novaes. **As contribuições dos níveis de governança corporativa no desempenho das empresas listadas na B3 no segmento de produtos diversos**. 2020. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Escola de Gestão e Negócios PUC Goiás, Pontifícia Universidade Católica de Goiás, Goiás, 2020.

ESPEJO, Robert Armando; CLEMENTE, Ademir. Os níveis de governança corporativa enquanto fatores redutores de risco na crise financeira de 2008. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 21, n. 2, p. 34-51, 2017.

FLORENCIO, Wiliel; BATISTA, Fabiano Ferreira; REIS, Cristiane Queiroz. Governança Corporativa e desempenhos das ações de empresas do setor comercial em ambiente de crise econômica. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 19, 2020.

FREITAS, George Alberto De et al. Governança corporativa e desempenho dos bancos listados na B3 em ambiente de crise econômica. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 100-119, 2018.

FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Andson Braga De. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 3, p. 7-24, 2007.

GONÇALVES, Rafael Estanislau. **Boas práticas de governança corporativa reduzem os riscos dos acionistas em crises econômicas?**. 2009. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de pós graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2009.

GONZALEZ, Roberto Sousa. **Governança corporativa: o poder de transformação das empresas**. São Paulo: Trevisan Editora, 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. 2022. **O IBGC**. São Paulo: IBGC, 2022. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>. Acesso em: 5 mar. 2022.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

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

JOHNSON, Simon et al. Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 141-186, 2000.

LIMA, Sérgio Henrique de Oliveira et al. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. **REGE-Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.

MACEDO, Marcelo Alvaro Da Silva; SANTOS, Rodrigo Melo; SILVA, Fabrícia De Farias Da. Desempenho organizacional no setor bancário brasileiro: uma aplicação da análise envoltória de dados. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, p. 11-44, 2020.

MACHADO, Luiz Kennedy Cruz et al. A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 39, n. 2, p. 27-41, 2020.

MARANHO, Flávia Schwartz; FONSECA, Marcos Wagner Da; FREGA, José Roberto. 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, p. 293-311, 2016.

MIRANDA, Kléber Formiga et al. A capacidade inovativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas inovadoras brasileiras. **REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, v. 21, p. 269-299, 2015.

PEIXOTO, Fernanda Maciel. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. 2012. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Departamento de Ciências Administrativas, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2022.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de administração de empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SANTOS, Andressa Ruth Sousa. **Inovação e responsabilidade social e o desempenho das firmas brasileiras e europeias**. 2018. Dissertação (Mestrado Acadêmico em Administração e Controladoria) – Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2018.

SANTOS, Juliana Bonomi. **Uma proposta de conceituação e representação do desempenho empresarial**. 2008. Tese de Doutorado.

SILVA JUNIOR, Annor da et al. Modelos de governança corporativa e indicadores econômico-financeiros de Instituições de Educação Superior privadas: uma análise do mercado de capitais brasileiro. Avaliação: **Revista da Avaliação da Educação Superior (Campinas)**, v. 26, p. 629-653, 2021.

SILVA, Anderson Soares; CORDEIRO FILHO, Antonio. Contabilidade - Fábrica de métricas e sistematizadora das informações. **Revista Brasileira de Previdência**, v. 6, n. 1, p. 15-48, 2015.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança corporativa nas empresas**: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SILVA, Mygre Lopes Da; SILVA, Rodrigo Abbade Da. Economia brasileira pré, durante e pós-pandemia do covid-19: impactos e reflexões. **Observatório Socioeconômico da COVID-FAPERGS**, 2020.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SMITH, Adam. **A Riqueza das Nações**: investigação sobre sua natureza e suas causas. Tradução: Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

SOSCHINSKI, Caroline Keidann; KROENKE, Adriana. Governança Corporativa e Desempenho Econômico de Empresas Brasileiras em período de Crise e Prosperidade Econômica. **XLII Encontro da ANPAD - EnANPAD 2018**, 2018.

SOUZA, Laura Oliveira De et al. A influência da Governança Corporativa na rentabilidade das Instituições Financeiras. **Research, Society and Development**, v. 8, n. 8, p. e09881179-e09881179, 2019.

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.

VENKATRAMAN, Natarjan; RAMANUJAM, Vasudevan. Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. **Academy of management review**, v. 11, n. 4, p. 801-814, 1986.

VILHENA, Felipe Augusto Costa De; CAMARGOS, Marcos Antônio. 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.

WILLIAMSON, Oliver Eaton. **The Economic Institutions of Capitalism**. New York: Macmillan, 1985.