

## **Governança corporativa, pandemia e desempenho financeiro das empresas brasileiras**

**ISAC DE FREITAS BRANDÃO**

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO CEARÁ (IFCE)

Agradecimento à órgão de fomento:

Fundação Cearense de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico - FUNCAP Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico - CNPq

# GOVERNANÇA CORPORATIVA, PANDEMIA E DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

## 1 INTRODUÇÃO

Entre março de 2020 e meados de 2022 o mundo passou por uma das maiores crises econômicas do século XXI, ocasionada pelos efeitos da pandemia de covid-19. Crises econômicas podem gerar para empresas perdas nas oportunidades de investimento, produção, vendas, lucratividade e deterioração de ativos, afetando o desempenho empresarial (Jebran & Chen, 2021). No Brasil, a crise econômica ocasionada pela pandemia de covid-19 foi agravada devido ao baixo dinamismo econômico e à recente recessão ocorrida nos anos de 2015-2016 (Silber, 2020). Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística ([www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br)), a economia brasileira apresentou retração do produto interno bruto (PIB) entre o segundo trimestre de 2020 e o primeiro trimestre de 2021. No mercado de capitais, o Ibovespa perdeu mais de 31,5% de pontos ao longo do mês de março de 2020, reflexo das informações sobre a pandemia nos preços das ações das empresas (Avelar et al., 2021).

Dentre os fatores que podem mitigar os efeitos financeiros negativos da crise ocasionada pela pandemia de covid-19 está o sistema interno de governança corporativa da empresa (Jebran & Chen, 2023; Khatib & Nour, 2021). Adotar boas práticas de governança corporativa, em teoria, deve ser capaz de tornar as empresas mais resilientes e menos suscetíveis a fraudes diante da crise econômica ocasionada pela pandemia de covid-19 (Musa et al., 2022; Matuella et al., 2023). Um adequado sistema interno de governança corporativa pode contribuir com acesso a financiamento externo, melhor desempenho operacional, maior valor de mercado e menor volatilidade do preço das ações (Claessens & Yurtoglu, 2013).

Uma das formas de se realizar a análise do desempenho financeiro das empresas durante a pandemia é a partir da observação das informações constantes nas demonstrações contábeis (Avelar et al., 2021). Por meio da análise destas demonstrações é possível mensurar o desempenho das empresas em termos de liquidez, endividamento, atividade e rentabilidade e mercado (Gitman & Zutter, 2017). Entretanto, a literatura existente é centrada em indicadores de mercado ou restrita ao primeiro ano da pandemia, dada a limitação de dados contábeis disponíveis (Koutoupis et al., 2021). Com relação a crises anteriores, a pandemia de covid-19 gerou uma crise diferente, originada por uma crise sanitária que impactou as empresas tanto na demanda quanto na oferta, devido principalmente à política de lockdowns (Hassan et al, 2023; Shen et al, 2020). Neste sentido, o efeito da qualidade dos mecanismos internos de governança corporativa sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras durante a crise de covid-19 pode ser diferente de crises anteriores.

Embora o país tenha passado nos anos de 2021 e 2022 por duas ondas de covid-19, a economia brasileira tem sinalizado para uma recuperação total, com crescimento do PIB em 2,9% em 2022 (Carvalho & Bastos, 2023). Após a disponibilização das demonstrações contábeis referentes a todo o período da pandemia, é possível verificar de forma mais assertiva se a qualidade do sistema interno de governança corporativa contribuiu para o desempenho financeiro das empresas brasileiras durante o período pandêmico. Neste sentido, o presente trabalho foi desenvolvido a partir da seguinte pergunta de pesquisa: *Qual o efeito da governança corporativa sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras durante a pandemia de covid-19?*

O objetivo da pesquisa foi analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras durante a pandemia de covid-19. Inicialmente foi realizada uma análise do desempenho financeiro de 126 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2019 a 2022, identificando indicadores financeiros extraídos das demonstrações contábeis que representam as principais dimensões deste desempenho. A governança corporativa dessas empresas, por sua vez, foi avaliada por meio de índices do nível de

adequação a recomendações feitas pelo mercado e pela academia. Em seguida realizada uma análise descritiva da evolução do desempenho financeiro e da governança corporativa durante o período pandêmico. Por fim, foi investigada a relação entre indicadores financeiros e índices de governança corporativa das empresas.

O estudo agrega à literatura que investiga a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro empresarial, utilizando a crise econômica de covid-19 como um choque exógeno que ajuda na avaliação da eficácia da governança corporativa em proteger empresas dos efeitos financeiros adversos da crise e/ou contribuir para a recuperação das mesmas (Zattoni & Pugliese, 2021). Com a análise de indicadores de liquidez, endividamento, atividade, rentabilidade e mercado pode-se analisar de forma mais completa os benefícios (ou malefícios) financeiros da governança corporativa para as empresas, servindo, inclusive, como ponto de partida para aprofundar o estudo destes benefícios (malefícios) em pesquisas futuras. Na prática, os achados da pesquisa podem contribuir com a discussão de quão eficazes são as recomendações do mercado e da academia quanto ao sistema interno de governança corporativa das empresas brasileiras, em especial durante períodos de crise.

## **2 REVISÃO DE LITERATURA**

Governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2023). A governança corporativa surgiu como uma forma de mitigar conflitos de interesses existentes entre gestores e investidores externos, denominados de conflitos de agência (Misangyi & Acharya, 2014). Para otimizar seu sistema de governança corporativa, empresas podem adotar boas práticas de governança corporativa, que normalmente são expressas em códigos de boa governança e abrangem recomendações sobre o papel e a composição do conselho de administração, relações com acionistas e alta gerência, auditoria independente e divulgação de informações, e seleção, remuneração e demissão dos principais executivos (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

No Brasil, o mercado de capitais é caracterizado pela fraca proteção legal e baixo *enforcement* (Porta et al., 1999), o que torna mais importante o aprimoramento do sistema interno de governança corporativa das empresas (Claessens & Yurtoglu, 2013). Nas empresas de capital aberto este sistema é formado por acionistas (assembleia geral dos sócios), administração (conselho de administração e diretoria) e órgãos do sistema de fiscalização e controle (em especial conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria interna) (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2023). Os principais códigos de boa governança são elaborados por entidades do mercado de capitais, e possuem aplicação voluntária, com destaque para o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (2016) e o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2023). Além desses dos códigos, para empresas listadas na B3 existem segmentos especiais de listagem e índices de governança corporativa, que requerem das empresas participantes a adoção voluntária de práticas de governança corporativa. A literatura acadêmica, por sua vez, tem desenvolvido índices que agregam características da estrutura de governança corporativa que teoricamente mitigam os conflitos de agência existentes nas empresas brasileiras ((Black et al., 2017; Brandão et al., 2024; Peixoto et al., 2014)

A eficácia da governança corporativa, no contexto da Teoria da Agência, está relacionada à redução dos conflitos de agência (Dey, 2008). Nessa perspectiva, a literatura em Finanças tem analisado a eficácia do sistema interno de governança corporativa das empresas por meio da relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho financeiro (Pandey et al., 2023). Segundo esta literatura, o melhor gerenciamento dos conflitos de agência leva a empresa a operar com maior eficiência, obtendo desempenho financeiro superior (Claessens & Yurtoglu, 2013; Musa et al., 2022).

Uma das formas de se investigar o efeito da governança corporativa sobre o desempenho financeiro de uma empresa é através da análise dos indicadores financeiros extraídos das demonstrações contábeis. As demonstrações contábeis são objeto de diversos estudos acerca do desempenho empresarial, sendo possível analisar efeito das decisões gerenciais sobre sua estrutura patrimonial, liquidez e rentabilidade e realizar projeções sobre o desempenho futuro (Alencar et al., 2023; Kroenke & Hein, 2011). Os indicadores financeiros extraídos das demonstrações contábeis podem ser divididos em quatro categorias principais: liquidez, endividamento, atividade e rentabilidade (Beuren et al., 2020). Indicadores de liquidez, endividamento e atividade capturam o risco, enquanto os indicadores de rentabilidade capturam o retorno (Gitman & Zutter, 2017). Para empresas com ações negociadas em bolsas de valores pode-se calcular os indicadores de mercado, que relacionam elementos das demonstrações contábeis com o preço da ação, e capturam risco e retorno sob o ponto de vista de investidores no mercado de ações (Gitman & Zutter, 2017). Diante da multiplicidade dos indicadores financeiros que podem ser obtidos por meio da análise das demonstrações contábeis, tem sido proposta a utilização de técnicas de análise fatorial para identificar as principais dimensões do desempenho financeiro a partir destes indicadores (Souza et al., 2017; Pena et al., 2023).

A literatura empírica tem utilizado principalmente indicadores de rentabilidade e mercado para avaliar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras, com resultados indicando predominantemente relação positiva (Paulo et al., 2020). Poucos estudos avaliam o desempenho financeiro a partir de uma visão multidimensional (liquidez, endividamento, atividade, rentabilidade e/ou mercado). Os resultados corroboram o argumento de que a governança corporativa é capaz de contribuir para um melhor desempenho financeiro da empresa brasileira (Crisóstomo & Melo, 2015; Macedo & Corrar, 2012; Silva & Krauter, 2020).

Os benefícios financeiros da governança corporativa devem ser melhor observados em período de crise econômica. Matuella et al. (2023) argumentam que nesses períodos há maior propensão à existência de fraudes corporativas, e que as atividades de governança são essenciais para lidar com os fatores que elevam o risco dessas fraudes ocorrerem. Do ponto de vista do mercado de capitais, investidores estão mais preocupados com o sistema interno de governança corporativa das empresas quando estas são negativamente afetadas por crise econômica repentina e inesperada (Leung & Horwitz, 2010). A redução dos retornos das ações em períodos de crise faz com que investidores deem maior atenção às deficiências do sistema de governança corporativa das empresas (Peixoto et al., 2014).

Diferentemente de crises anteriores, a crise ocasionada pela pandemia de covid-19 decorre principalmente das medidas restritivas impostas pelos governos para combater a crise sanitária, como restrições de mobilidade, pedidos de permanência em casa, políticas de distância social e *lockdowns* comunitários, impactando a oferta e a demanda das empresas (Hassan et al., 2023; Khatib & Nour, 2021; Shen et al., 2020). Esta crise trouxe implicações de curto prazo para as empresas, como a contratação de dívidas para cobrir problemas de liquidez, diminuição significativa das atividades empresariais e interrupção das cadeias de abastecimento (Musa et al., 2022). No Brasil, a literatura tem indicado que em 2020 houve redução da rentabilidade, perda de valor de mercado, crescimento do ciclo operacional, aumento da liquidez e aumento do endividamento de longo prazo (Avelar et al, 2021; Oliveira et al., 2021).

Diante de uma crise econômica que afetou o desempenho financeiro das empresas principalmente no curto prazo, Musa et al. (2022) argumentam que a adoção de práticas de governança corporativa deve ser capaz de tornar as empresas mais resilientes, reduzindo riscos desnecessários com uma visão voltada para a sustentabilidade da empresa no longo prazo. Ademais, o período pandêmico proporcionou o aumento de riscos de fraudes corporativas, que geralmente estão ligadas a deficiências no sistema interno de governança corporativa da empresa (Machado & Gartner, 2017; Matuella et al. 2023). Nesse sentido, Khatib e Nour (2021)

destacam a importância da governança corporativa para a definição das políticas da empresa e redução do risco durante a pandemia de covid-19. Entre os mecanismos internos de governança corporativa que podem ajudar as empresas a enfrentar a crise de covid-19 podem ser citados: comitês e políticas de gestão de risco, diversidade e independência do conselho de administração, dualidade do CEO e concentração de propriedade (Hsu & Liao, 2022; Jebran & Chen, 2020; Khatib & Nour, 2021; Yamahaki et al., Felsberg 2021).

A literatura internacional tem investigado principalmente a relação entre governança corporativa e indicadores de rentabilidade e mercado antes e durante a pandemia, e apresenta resultados inconsistentes (Anas et al., 2023; Boshnak et al., 2023; Khatib & Nour, 2021; Tarighi et al., 2023; Zulpahmi et al., 2024). O trabalho de Musa et al. (2022) foi o único encontrado que analisou o efeito da governança corporativa sobre indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade durante a pandemia (2019-2020), para empresas eslovacas. Os resultados indicam que a governança corporativa apresentou associação negativa com a variação da dívida de curto prazo e do ativo circulante e com a liquidez corrente (Musa et al., 2022).

No Brasil foram identificados apenas dois trabalhos em que se analisou a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro de empresas brasileiras durante a pandemia de covid-19, também restritos a indicadores de rentabilidade e mercado. Alencar et al. (2023) compararam empresas dos segmentos especiais de listagem da B3 com empresas não listadas nesses segmentos durante os anos de 2019 e 2020, não encontrando significância estatística quando comparados os dois grupos. Já Oliveira et al. (2021) analisaram o efeito da interação entre a listagem no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (que requer adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa) e período pandêmico (2020), também sem encontrar evidência empírica da relevância da governança corporativa. Estes achados sugerem que a adoção de práticas de governança corporativa das empresas brasileiras não afetou a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras no início do período pandêmico.

A primeira hipótese de pesquisa indica que durante o período pandêmico ocorreram oscilações no desempenho financeiro das empresas brasileiras. Diante da incipiente literatura empírica que trate dos diversos indicadores de desempenho financeiros durante o período pandêmico e das especificidades de cada um destes indicadores, optou-se por não propor hipóteses que prevejam o sinal das relações analisadas (positivo/negativo). Entretanto, é esperado que no primeiro ano da pandemia (2020) tenha havido uma piora no desempenho financeiro das empresas, com aumento do endividamento e da liquidez e redução do nível de atividade, da rentabilidade e do valor de mercado (Avelar et al., 2021; Santos et al., 2023). Com a redução dos impactos sanitários e econômicos da pandemia em 2021 e recuperação total do PIB brasileiro em 2022, espera-se que os indicadores de desempenho financeiro tenham voltado ao patamar de antes da pandemia nestes anos.

*Hipótese 1: O desempenho financeiro das empresas brasileiras foi afetado pela crise econômica ocasionada pela pandemia de covid-19*

A segunda hipótese de pesquisa é que a adequação do sistema interno de governança corporativa das empresas brasileiras às recomendações do mercado e da academia contribuiu para mitigar os efeitos negativos da crise. Argumenta-se que a maior adequação do sistema interno de governança corporativa às recomendações do mercado e da academia torne a empresa menos suscetível aos impactos financeiros negativos no pior momento da crise (2020) e/ou favoreça a recuperação mais acentuada nos anos seguintes (Zattoni & Pugliese, 2021). É esperado que a governança corporativa apresente relação negativa com o endividamento e positiva com liquidez, nível de atividade, rentabilidade e valor de mercado (Crisóstomo & Melo, 2015; Macedo & Corrar, 2012; Silva & Krauter, 2020).

*Hipótese 2: A governança corporativa influenciou o desempenho financeiro das empresas brasileiras durante a crise econômica ocasionada pela pandemia de covid-19*

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra

A amostra da pesquisa é composta por 126 empresas não financeiras listadas na B3 que dispunham dos dados necessários para análise no período de 2019 a 2022, constituindo-se em um painel balanceado de 504 empresas/ano. O período foi escolhido por agregar um ano antes da pandemia (2019), o ano cujos efeitos da pandemia foram mais sentidos pela economia brasileira (2020) e os anos de recuperação e volta da estabilidade econômica (2021-2022). Empresas do setor financeiro foram excluídas por apresentarem demonstrações contábeis com estruturas diferentes e por existir peculiaridades em seus serviços que requerem o cálculo de indicadores financeiros específicos (Souza et al., 2017). Foram excluídas também empresas com patrimônio líquido negativo, que inviabiliza a correta interpretação de alguns indicadores.

#### 3.2 Mensuração das variáveis

Para mensurar o desempenho financeiro inicialmente foram calculados 20 indicadores a partir das informações constantes nas demonstrações contábeis anuais das empresas amostradas, sendo quatro de cada grupo (liquidez, endividamento, atividade, rentabilidade e mercado). Foi considerada nesta análise o período 2018-2022, uma vez que entre as variáveis de controle na análise de regressão estão os valores defasados dos indicadores financeiros em um ano. A descrição dos indicadores analisados e sua fórmula de cálculo estão apresentadas na Tabela 1. Os dados utilizados para calcular os indicadores foram extraídos da base de dados ComDinheiro. A fim de reduzir os efeitos de *outliers*, os indicadores foram *winsorizados* em 5%, sendo 2,5% em cada cauda (percentis 2,5% e 97,5%).

Tabela 1: Indicadores financeiros analisados

Grupo	Indicador	Fórmula
Liquidez	Liquidez imediata	Disponibilidades/Passivo circulante
	Liquidez seca	(Ativo circulante - Estoque)/Passivo circulante
	Liquidez corrente	Ativo circulante/Passivo circulante
	Liquidez geral	Ativo total/Passivo exigível
Endividamento	Endividamento de curto prazo	Passivo circulante/Ativo total
	Endividamento de longo prazo	Passivo não circulante/Ativo total
	Composição do endividamento	Passivo circulante/Passivo exigível
	Imobilização do patrimônio líquido	Ativo imobilizado/Patrimônio líquido
Atividade	Prazo médio de pagamento	Fornecedores médio/Compras
	Prazo médio de estocagem	Estoque médio/Custo de bens e serviços vendidos
	Prazo médio de recebimento	Contas a receber médio/Receita líquida de vendas
	Giro do ativo	Receita líquida de vendas/Ativo total médio
Rentabilidade	Margem líquida	Resultado líquido/Receita líquida de vendas
	Margem bruta	Resultado bruto/Receita líquida de vendas
	Retorno sobre ativos	EBITDA/Ativo total médio
	Retorno sobre patrimônio líquido	Resultado líquido/Patrimônio líquido médio
Mercado	Lucro por ação	Resultado líquido/Ações emitidas
	Valor patrimonial da ação	Patrimônio líquido/Ações emitidas
	Q de Tobin	(Passivo exigível + valor de mercado)/Ativo total
	Market-to-book	Valor de mercado/Patrimônio líquido

Após o cálculo dos indicadores de desempenho financeiro, foi processada análise de componentes principais (ACP) utilizando como critério no critério teste *scree* para identificar um número menor de dimensões que explicam o desempenho financeiro das empresas brasileiras durante o período da pandemia. Para as análises posteriores foram utilizados como *proxy* de desempenho financeiro os indicadores com maior carga fatorial da solução rotacionada varimax de cada componente principal identificado na ACP.

A governança corporativa foi mensurada por meio de dois índices que buscaram medir a qualidade do sistema interno de governança corporativa das empresas brasileiras em face às

recomendações do mercado e da literatura acadêmica. O primeiro índice (IGC1) é baseado no informe de governança corporativa, disponível no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O informe de governança corporativa é elaborado anualmente pelas empresas brasileiras de capital aberto com registro ativo na CVM e informa a conformidade dessas empresas com 54 práticas recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016). Para cada prática recomendada, as empresas devem declarar se adotam de forma total, parcial, se não adotam ou se não se aplica à sua realidade. Após a exclusão de 10 práticas que não são aplicáveis a todas as empresas da amostra, para cada resposta de cada empresa/ano às 44 práticas restantes foi atribuída uma pontuação: 1, caso a empresa adote a prática em sua totalidade; 0,5, caso a empresa adote parcialmente a prática; e zero, caso a empresa não adote a prática. O IGC1 anual de cada empresa/ano corresponde à média da pontuação obtida pela empresa nas 44 práticas avaliadas.

O segundo índice de governança corporativa (IGC2) foi construído a partir de dados extraídos do formulário de referência, disponível no website da CVM. O IGC2 foi composto por nove características dos órgãos do sistema interno de governança corporativa das empresas brasileiras utilizadas pela literatura acadêmica como proxies para qualidade da governança corporativa (Black et al., 2017; Brandão et al., 2024; Peixoto et al., 2014): assembleia geral dos sócios (percentual de ações ordinárias emitidas e em circulação); administração (tamanho do conselho de administração, percentual de membros independentes no conselho de administração, ausência de dualidade do CEO e presença feminina nos órgãos de administração); e órgãos de fiscalização e controle (instalação de comitê de auditoria, instalação de conselho fiscal e instalação de auditoria interna). Para cada característica foi atribuído um escore entre 0 a 1. O IGC2 anual de cada empresa/ano corresponde à média da pontuação obtida pela empresa nas nove características avaliadas.

O período pandêmico foi analisado por meio de variáveis binárias indicativas do ano da observação: antes da pandemia (2019), período de recessão econômica (2020), recuperação econômica (2021) e fim da pandemia com recuperação de todos os setores (2022). Outras quatro características das empresas foram utilizadas apenas como variáveis de controle: tamanho (TAM), operacionalizado pelo logaritmo natural do ativo total; idade (IDADE), correspondente ao número de anos desde o registro da empresa na CVM como companhia aberta; controle acionário (PROP), segundo a classificação constante no informe cadastral (privado, governamental e estrangeiro); e setor de atividade (SETOR), segundo a classificação da B3.

### 3.3 Procedimentos estatísticos

Inicialmente foi feita uma análise descritiva da evolução do desempenho financeiro e da governança corporativa das empresas brasileiras durante o período pandêmico, a fim de testar a hipótese de que o desempenho financeiro sofreu oscilações no período pandêmico. Para tanto, além de estatística descritiva, foram processados testes de diferença de média para amostras emparelhadas comparando os indicadores financeiros e índices de governança corporativa ano a ano no período 2019-2022.

Para testar a hipótese da relação entre governança corporativa e desempenho financeiro durante a pandemia foram processadas análises de regressão utilizando o modelo descrito na Equação 1. A variável dependente (DF) são os indicadores que representam o desempenho financeiro da empresa  $i$  no período  $t$ . As variáveis explicativas de interesse (GC\*ANO) são interações dos índices de governança corporativa da empresa  $i$  com o ano da observação  $t$ . As variáveis explicativas de controle (CONT) são: indicadores de desempenho financeiro da empresa  $i$  no período  $t-1$ ; tamanho, idade e tipo de controle acionário da empresa  $i$  no período  $t$ ; e efeitos fixos de setor de atividade e ano da observação.  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são os coeficientes da reta de regressão  $\varepsilon$  é o termo de erro.

$$DF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC * ANO_{i,t} + \beta_2 \sum CONT + \varepsilon \quad (1)$$

Para identificar a modelagem de estimação da análise de regressão foram processados os testes F (efeitos fixos ou pooled), Breusch–Pagan (efeitos aleatórios ou pooled) e Hausman (efeitos fixos ou efeitos aleatórios). Os resultados dos testes em todas as estimações apontaram para a existência de efeitos fixos e ausência de efeitos aleatórios. Entretanto, a baixa variação temporal das variáveis de governança corporativa torna inconsistentes os coeficientes das estimações com efeitos fixos ou primeiras diferenças (Brandão et al., 2024). Neste sentido, optou-se por estimar os modelos com a modelagem *pooled*. Para mitigar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos, estes foram clusterizados a nível de empresa. A multicolinearidade foi descartada pelo baixo fator de inflação da variância (inferior a 10) e ausência de correlação elevada entre as variáveis explicativas (acima de 0,7).

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 Dimensões do desempenho financeiro

Na Tabela 2 são apresentados os resultados da análise de componentes principais. De acordo com o critério utilizado (teste *scree*) há oito dimensões que explicam o desempenho financeiro das empresas analisadas no período 2018-2022.

Tabela 2: Componentes principais do desempenho financeiro

Indicador de desempenho financeiro	Cargas fatoriais rotacionadas por varimax								Comunalidade
	Componentes principais								
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Endividamento de curto prazo	<b>0,93</b>	-0,06	-0,14	-0,04	0,06	-0,01	-0,05	0,13	0,92
Composição do endividamento	<b>0,76</b>	0,01	0,57	0,01	0,12	0,10	-0,06	0,06	0,92
Giro do ativo	<b>0,63</b>	0,13	-0,02	-0,39	0,04	0,14	0,00	-0,45	0,79
Retorno sobre patrimônio líquido	0,15	<b>0,87</b>	-0,11	-0,11	0,04	0,12	0,15	-0,13	0,85
Margem líquida	-0,23	<b>0,83</b>	0,18	-0,05	0,03	-0,06	0,08	0,15	0,81
Retorno sobre ativos	0,12	<b>0,78</b>	-0,03	-0,38	-0,05	0,22	0,03	-0,10	0,83
Endividamento de longo prazo	-0,35	-0,03	<b>-0,90</b>	-0,07	-0,09	-0,06	-0,01	-0,05	0,96
Liquidez geral	-0,33	-0,04	<b>0,81</b>	0,11	0,13	0,09	0,15	-0,12	0,85
Imobilização do patrimônio líquido	0,00	-0,10	<b>-0,60</b>	-0,54	-0,21	0,17	0,05	0,01	0,74
Prazo médio de estocagem	0,01	-0,17	0,04	<b>0,90</b>	0,01	-0,01	-0,03	-0,10	0,85
Prazo médio de recebimento	-0,07	-0,21	0,14	<b>0,84</b>	0,02	-0,10	-0,03	0,14	0,80
Liquidez imediata	-0,15	-0,02	0,09	-0,02	<b>0,92</b>	0,08	-0,02	0,01	0,89
Liquidez seca	0,42	0,05	0,16	0,03	<b>0,84</b>	0,03	0,02	0,02	0,92
Liquidez corrente	0,59	0,02	0,17	0,34	<b>0,61</b>	-0,02	-0,01	-0,16	0,90
<i>Market-to-book</i>	0,18	0,08	-0,18	-0,11	0,05	<b>0,92</b>	-0,09	0,04	0,95
Q de Tobin	-0,10	0,14	0,30	-0,06	0,06	<b>0,89</b>	-0,11	0,03	0,94
Valor patrimonial da ação	-0,10	0,00	0,13	-0,03	-0,05	-0,19	<b>0,92</b>	0,04	0,91
Lucro por ação	0,05	0,54	-0,07	-0,06	0,06	0,01	<b>0,78</b>	-0,04	0,91
Prazo médio de pagamento	0,22	-0,20	-0,13	-0,02	0,02	0,02	0,08	<b>0,85</b>	0,83
Margem bruta	-0,32	0,43	0,16	0,05	-0,05	0,14	-0,11	<b>0,68</b>	0,81
									Total
Autovalor	3,85	3,70	2,83	2,01	1,47	1,38	1,16	0,97	17,38
Variância explicada	14,66	13,49	12,46	11,31	10,24	9,34	7,78	7,64	86,91

**Extração de componentes:** métodos de componentes principais com base no critério teste *scree*. **Teste de Kaiser-Meyer-Olkin:** 0,613. **Teste de esfericidade de Bartlett (X<sup>2</sup>):** 10414,29, com significância a nível de 1%. **Negrito:** cargas fatoriais superiores a 0,6.

Conforme destacado em negrito na tabela 2, cada indicador de desempenho financeiro está associado a um componente, com carga fatorial superior a 0,60. Observa-se que os indicadores com maior carga fatorial de cada componente apresentam valores superiores a 0,85, indicando que podem ser utilizados como representativos das dimensões do desempenho financeiro em análises posteriores (Hair et al., 2009). Como teste de robustez foram realizada análise de componentes principais separadamente para cada ano, que apresentaram qualitativamente os mesmos resultados.



Os oito componentes resultantes da ACP podem ser associados às cinco categorias de desempenho financeiro relatadas pela literatura (Gitman & Zutter, 2017). A liquidez está associada ao componente (5), em especial quando se trata de liquidez de curto prazo (imediate, seca e corrente). Dois componentes estão associados a indicadores de endividamento, sendo o componente (1) voltado para o curto prazo e o componente (3) voltado para o longo prazo. Outros dois componentes estão associados a indicadores de atividade: o componente (4) é voltado para o ciclo operacional (estocagem e recebimento de vendas) e o componente (8) está associado ao relacionamento com fornecedores (pagamento e margem bruta). A rentabilidade está associada principalmente ao componente (2). O desempenho de mercado está associado a dois componentes: o componente (6), voltado para o valor de mercado da empresa; e o componente (7), voltado para o valor contábil da empresa.

Dos vinte indicadores financeiros analisados foram escolhidos os indicadores com maior carga fatorial em cada componente para representar as oito dimensões do desempenho financeiro, conforme os resultados da ACP apresentados na Tabela 2: liquidez imediata (LI), endividamento de curto prazo (ECP), endividamento de longo prazo (ELP), prazo médio de pagamento (PMP), prazo médio de estocagem (PME), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), *market-to-book* (MtB) e valor patrimonial da ação (VPA).

#### 4.2 Análise descritiva do desempenho financeiro e da governança corporativa

Na Tabela 3 é mostrada a estatística descritiva das variáveis métricas do estudo, considerando o período 2019-2022. A análise de correlação, não reportada por questão de espaço, indica forte correlação positiva entre os índices de governança corporativa (0,757), sugerindo proximidade entre as recomendações do mercado (IGC1) e da academia (IGC2). A correlação entre os indicadores de desempenho financeiro é baixa (inferior a 0,3), confirmando que representam dimensões distintas do desempenho empresarial. Também foram encontradas correlações significantes entre os índices de governança corporativa e os indicadores de liquidez imediata (negativa), endividamento de longo prazo (positiva), prazo médio de pagamento (positiva) e prazo médio de estocagem (negativa).

Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis métricas

	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
LI	0,140	0,082	0,125	0,023	0,369
ECP	0,239	0,117	0,226	0,056	0,556
ELP	0,312	0,156	0,312	0,038	0,622
PMP	0,157	0,121	0,126	0,016	0,567
PME	0,290	0,379	0,203	0,003	1,885
ROE	0,143	0,195	0,128	-0,400	0,693
MtB	1,633	0,762	1,450	0,745	4,331
VPA	14,330	13,153	10,347	1,505	61,269
IGC1	0,697	0,195	0,744	0,182	1,000
IGC2	0,630	0,180	0,647	0,187	0,977
IDADE	27,183	17,753	23,000	1,000	84,000
TAM	22,544	1,724	22,466	19,137	25,904

**Desempenho financeiro:** liquidez imediata (LI), endividamento de curto prazo (ECP), endividamento de longo prazo (ELP), prazo médio de pagamento (PMP), prazo médio de estocagem (PME), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), *market-to-book* (MtB) e valor patrimonial da ação (VPA). **Governança corporativa:** índices de governança corporativa baseados nas recomendações do mercado (IGC1) e da academia (IGC2). **Variáveis de controle:** idade (IDADE) e tamanho (TAM).

Na Tabela 4 é apresentada a evolução anual dos indicadores financeiros e dos índices de governança corporativa no período 2019-2022. Os resultados indicam que as empresas brasileiras sofreram alterações em seu desempenho financeiro, corroborando a primeira hipótese de pesquisa. A governança corporativa, por sua vez, apresentou crescimento constante no período analisado.

Tabela 4: Desempenho financeiro e da governança corporativa no período 2019-2022

Atributo	Média anual				Evolução anual		
	2019	2020	2021	2022	2019-2020	2020-2021	2021-2022
LI	0,131	0,167	0,136	0,127	0,036 ***	-0,032 ***	-0,009 *
ECP	0,223	0,240	0,247	0,244	0,017 ***	0,007	-0,003
ELP	0,316	0,312	0,307	0,312	-0,005	-0,004	0,005
PMP	0,147	0,170	0,150	0,160	0,023 ***	-0,020 **	0,011
PME	0,287	0,286	0,283	0,304	-0,001	-0,003	0,021 ***
ROE	0,111	0,112	0,207	0,142	0,001	0,095 ***	-0,065 ***
MtB	1,871	1,716	1,548	1,397	-0,155 ***	-0,168 ***	-0,151 ***
VPA	14,205	13,964	13,961	15,191	-0,241	-0,002	1,229 ***
IGC1	0,647	0,678	0,705	0,759	0,031 ***	0,027 ***	0,055 ***
IGC2	0,598	0,608	0,637	0,676	0,010	0,029 ***	0,038 ***

**Desempenho financeiro:** liquidez imediata (LI), endividamento de curto prazo (ECP), endividamento de longo prazo (ELP), prazo médio de pagamento (PMP), prazo médio de estocagem (PME), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), *market-to-book* (MtB) e valor patrimonial da ação (VPA). **Governança corporativa:** índices de governança corporativa baseados nas recomendações do mercado (IGC1) e da academia (IGC2). **Significância estatística do teste de diferença de média (t):** 10% (\*), 5% (\*\*) e 1% (\*\*\*).

O ano de 2020 foi marcado pela retração econômica, com queda acumulada do PIB brasileiro de 3,3% em relação a 2019. Sem capacidade operacional para realizar testagem em massa, a principal estratégia para conter o avanço da doença neste período foi o isolamento social (*lockdown*), apresentando impactos mais substanciais para a economia brasileira (Gullo, 2020). Neste sentido, o aumento de liquidez, endividamento de curto prazo e prazo de pagamento sugerem que as empresas postergaram compromissos financeiros para 2021 a fim de reforçar o caixa, diante das incertezas quanto ao fim das restrições sanitárias que afetaram a economia. A queda do valor de mercado, por sua vez, reflete também a insegurança dos investidores quanto à recuperação econômica. Estes resultados corroboram estudos anteriores em que se analisou o primeiro ano da pandemia (Avelar et al, 2021; Oliveira et al., 2021).

Em 2021 observa-se forte crescimento da rentabilidade (retorno sobre patrimônio líquido) e redução da liquidez e do prazo médio de pagamento, que haviam aumentado em 2020. Estes resultados podem ser reflexo da retomada da economia após o período de maior rigidez das medidas de isolamento social e da capacidade de adaptação das empresas à realidade imposta pela pandemia (Souza et al., 2022). O PIB brasileiro voltou a crescer a partir do segundo trimestre, acumulando alta de 4,8% no ano de 2021. O *market-to-book*, por sua vez, continuou em tendência de queda em 2021. Diferente dos outros indicadores, o valor de mercado capta o risco e o retorno sob a percepção de investidores, e não apenas a partir das demonstrações contábeis da empresa (Brealey et al., 2008; Gitman & Zutter, 2017). Neste sentido, fatores do ambiente externo às empresas e não correlacionados à pandemia podem ter afetado a percepção de risco dos investidores no mercado de capitais brasileiro em 2021, como a crise política e fiscal e a guerra na Ucrânia.

O ano de 2022 foi marcado pela recuperação de todos os setores da economia brasileira e fim das medidas de isolamento social (Carvalho & Bastos, 2023). O PIB do país cresceu 2,9% em relação ao ano anterior. Entre os indicadores de desempenho financeiro destacam-se o aumento do prazo médio de estocagem e do valor patrimonial das empresas, que não tinham sofrido alterações significativas em 2020 e 2021. Por este motivo, não se pode associar o fim da pandemia a alteração destes indicadores. A queda do retorno sobre o patrimônio líquido em 2022, por sua vez, pode ser reflexo da maior estabilidade econômica após o *boom* observado em 2021. O *market-to-book* novamente apresentou queda em 2022, o que reforça o argumento de que fatores externos à pandemia tenham influenciado a percepção de risco dos investidores no mercado de ações no período de retomada econômica.

A governança corporativa apresentou evolução positiva durante o período analisado: enquanto o índice de governança corporativa baseado nas recomendações do mercado (IGC1)

apresentou crescimento significativo nos três anos da pandemia, o índice baseado nas recomendações da academia (IGC2) apresentou crescimento significativo em 2021 e 2022. Estes resultados corroboram a literatura que tem apontado aperfeiçoamento contínuo da governança corporativa das empresas brasileiras nas últimas décadas (Brandão et al., 2024; Carvalho et al., 2021). No contexto da crise decorrente da pandemia de covid-19, essa evolução pode ser explicada por objetivos internos e externos das empresas. Internamente, procura-se adequar a empresa às mudanças ocasionadas pela pandemia e reduzir o risco de fraudes corporativas durante o período de crise (Matuella et al., 2023). Externamente, busca-se passar mais confiança a investidores no mercado de capitais, o que contribui para mitigar os efeitos negativos da crise sobre o preço da ação (Claessens & Yurtoglu, 2013).

### 4.3 Relação entre governança corporativa e desempenho financeiro

Nas Tabelas 5 e 6 são mostrados os resultados da análise de regressão em que se analisou a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro. Na Tabela 5 é analisado o IGC1, enquanto na Tabela 6 é analisado o IGC2. Estimacões adicionais, não reportadas por questões de espaço, avaliaram a relação direta entre governança corporativa e desempenho financeiro para todo o período de análise (2019-2022) e indicam que os índices de governança corporativa estão relacionados ao maior endividamento de longo prazo e ao menor retorno sobre o patrimônio líquido. Os resultados corroboram a segunda hipótese de pesquisa, de que a governança corporativa influenciou o desempenho financeiro das empresas brasileiras durante a crise econômica ocasionada pela pandemia de covid-19.

Tabela 5: Índice de governança corporativa 1 e desempenho financeiro

Variáveis explicativas	Variáveis dependentes: indicadores de desempenho financeiro (DEF)							
	LI	ECP	ELP	PMP	PME	ROE	MtB	VPA
IGC1_2019	-0,056 (0,034)	-0,001 (0,024)	0,121*** (0,027)	0,015 (0,025)	-0,045 (0,083)	-0,163 (0,120)	0,015 (0,231)	-2,777 (2,573)
IGC1_2020	-0,008 (0,023)	0,061** (0,026)	0,008 (0,023)	0,004 (0,031)	0,050 (0,076)	-0,185** (0,074)	-0,137 (0,202)	-2,943 (3,068)
IGC1_2021	-0,028 (0,033)	0,007 (0,024)	0,039 (0,028)	0,045 (0,030)	-0,105 (0,072)	-0,073 (0,077)	-0,323* (0,166)	-2,590 (3,354)
IGC1_2022	-0,013 (0,031)	0,033 (0,028)	0,061** (0,028)	0,024 (0,036)	-0,076 (0,066)	-0,044 (0,068)	0,224 (0,152)	-3,685 (2,515)
L.DEF	0,666*** (0,045)	0,847*** (0,028)	0,851*** (0,022)	0,750*** (0,055)	0,819*** (0,055)	0,554*** (0,059)	0,838*** (0,029)	0,808*** (0,051)
IDADE	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,001 (0,001)	0,022 (0,018)
TAM	-0,004* (0,002)	-0,002 (0,002)	0,004** (0,002)	0,003 (0,002)	0,005 (0,006)	0,005 (0,005)	-0,025** (0,010)	0,196 (0,328)
GOV	0,006 (0,011)	-0,017* (0,010)	-0,039*** (0,012)	-0,013 (0,009)	0,006 (0,008)	-0,017 (0,031)	-0,001 (0,048)	2,422 (1,897)
EST	0,001 (0,008)	0,023** (0,010)	-0,031*** (0,008)	0,010 (0,017)	0,049 (0,067)	0,012 (0,028)	0,043 (0,045)	-0,233 (1,445)
Intercepto	0,151*** (0,049)	0,078* (0,041)	-0,104** (0,046)	-0,022 (0,053)	-0,079 (0,099)	0,038 (0,124)	1,042*** (0,255)	1,552 (7,454)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R <sup>2</sup>	0,540	0,805	0,873	0,638	0,857	0,439	0,802	0,750
F	36,07***	138,40***	340,70***	89,93***	249,60***	18,91***	153,70***	53,06***

**Variáveis dependentes:** liquidez imediata (LI), endividamento de curto prazo (ECP) endividamento de longo prazo (ELP), prazo médio de pagamento (PMP), prazo médio de estocagem (PME), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), *market-to-book* (MtB) e valor patrimonial da ação (VPA). **Variáveis explicativas:** interação entre índice de governança corporativa 1 e ano da observação (IGC1\_2019, IGC1\_2020, IGC1\_2021 e IGC1\_2022), variável dependente defasada em 1 ano (L.DEF), idade (IDADE), tamanho (TAM), controle governamental (GOV), controle estrangeiro (EST) e efeitos fixos de setor de atividade e ano da observação (omitidos). **Significância estatística:** 10% (\*), 5% (\*\*) e 1% (\*\*\*)

Tabela 6: Índice de governança corporativa 2 e desempenho financeiro

Variáveis explicativas	Variáveis dependentes: indicadores de desempenho financeiro (DEF)							
	LI	ECP	ELP	PMP	PME	ROE	MtB	VPA
IGC2_2019	-0,043 (0,033)	-0,000 (0,024)	0,051* (0,026)	0,006 (0,038)	-0,017 (0,075)	-0,040 (0,093)	-0,096 (0,197)	-3,384 (3,177)
IGC2_2020	-0,012 (0,025)	0,074** (0,030)	0,000 (0,027)	0,002 (0,035)	0,013 (0,073)	-0,155** (0,074)	-0,338* (0,204)	0,283 (3,703)
IGC2_2021	0,029 (0,032)	-0,027 (0,028)	0,057* (0,031)	0,012 (0,033)	-0,041 (0,094)	-0,096 (0,078)	-0,400** (0,189)	-2,518 (2,314)
IGC2_2022	0,001 (0,031)	0,056** (0,028)	0,043 (0,030)	0,003 (0,039)	-0,030 (0,079)	-0,046 (0,075)	0,296** (0,144)	-0,983 (2,786)
L,DEF	0,669*** (0,045)	0,851*** (0,028)	0,843*** (0,024)	0,750*** (0,055)	0,819*** (0,055)	0,554*** (0,056)	0,838*** (0,028)	0,812*** (0,052)
IDADE	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,001 (0,001)	0,020 (0,018)
TAM	-0,005** (0,002)	-0,002 (0,002)	0,006*** (0,002)	0,004* (0,002)	0,003 (0,006)	0,002 (0,005)	-0,019 (0,012)	0,093 (0,301)
GOV	0,006 (0,011)	-0,020* (0,011)	-0,041*** (0,013)	-0,014 (0,009)	0,007 (0,009)	-0,011 (0,032)	0,014 (0,047)	2,525 (1,920)
EST	0,002 (0,009)	0,021** (0,010)	-0,037*** (0,008)	0,007 (0,016)	0,054 (0,066)	0,020 (0,031)	0,048 (0,043)	0,087 (1,425)
Intercepto	0,173*** (0,050)	0,074* (0,042)	-0,094** (0,047)	-0,044 (0,050)	-0,055 (0,115)	0,015 (0,133)	0,997*** (0,285)	4,087 (7,998)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R <sup>2</sup>	0,539	0,807	0,870	0,637	0,856	0,433	0,804	0,749
F	48,75***	174,30***	319,30***	63,38***	268,70***	17,89***	185,40***	54,67***

**Variáveis dependentes:** liquidez imediata (LI), endividamento de curto prazo (ECP) endividamento de longo prazo (ELP), prazo médio de pagamento (PMP), prazo médio de estocagem (PME), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), *market-to-book* (MtB) e valor patrimonial da ação (VPA). **Variáveis explicativas:** interação entre índice de governança corporativa 2 e ano da observação (IGC2\_2019, IGC2\_2020, IGC2\_2021 e EPGC\_2022), variável dependente defasada em 1 ano (L.DEF), idade (IDADE), tamanho (TAM), controle governamental (GOV), controle estrangeiro (EST) e efeitos fixos de setor de atividade e ano da observação (omitidos). **Significância estatística:** 10% (\*), 5% (\*\*) e 1% (\*\*\*)

Durante a pandemia os problemas de liquidez de curto prazo representaram uma grande ameaça para as empresas (Musa et al., 2022). Nesse sentido, esperava-se que a melhor qualidade da governança corporativa estivesse positivamente associada à liquidez das empresas brasileiras (Crisóstomo & Melo, 2015; Macedo & Corrar, 2012; Silva & Krauter, 2020). Os resultados, entretanto, indicam que a governança corporativa não tem relação com a liquidez imediata em nenhum dos anos analisados. Estes achados podem estar associados ao fato de que as empresas da amostra não tiveram problemas de liquidez durante a pandemia. Ao contrário, em 2020, período mais crítico da pandemia, observou-se crescimento da liquidez imediata.

O endividamento foi representado por indicadores de curto e de longo prazo. Diante dos efeitos negativos da pandemia sobre as receitas, esperava-se que as empresas buscassem renegociar suas dívidas, reduzindo o endividamento de curto prazo e aumentando o endividamento de longo prazo (Musa et al., 2022). Os resultados indicam que os índices de governança corporativa estão associados ao maior endividamento de longo prazo antes da pandemia (2019), conforme prevê a literatura (Silva et al., 2017). No período mais crítico da pandemia (2020), entretanto, observou-se que a governança corporativa contribuiu apenas para o endividamento de curto prazo. No período de recuperação econômica (2021-2022), os resultados são inconclusivos: em 2021 observa-se relação positiva do IGC1 com o endividamento de longo prazo; em 2022, por sua vez, o IGC1 apresentou-se positivamente relacionado ao maior endividamento de longo prazo e o IGC2 apresentou relação positiva com o endividamento de curto prazo.

A relação positiva entre governança corporativa e endividamento de curto prazo em 2020 pode ser compreendida a partir da evolução temporal dos indicadores de desempenho financeiro (seção 4.2). Diante das incertezas ocasionadas pela pandemia, empresas reforçaram suas disponibilidades e buscaram postergar o pagamento das obrigações para 2021, o que explica o aumento do endividamento de curto prazo e do prazo médio de pagamento nesse período. Nesse cenário, empresas com melhor governança corporativa podem ter conseguido condições mais favoráveis de renegociação de dívidas e de empréstimos para reforçar o caixa, contribuindo para o maior endividamento de curto prazo. O foco no endividamento de curto prazo também pode explicar a ausência de relação significativa entre governança corporativa e endividamento de longo prazo neste período. Após a retomada econômica, voltou-se a observar relação positiva entre governança corporativa e endividamento de longo prazo.

Os indicadores de atividade (prazo médio de pagamento e estocagem) não apresentaram relação significativa com a governança corporativa das empresas brasileiras durante o período analisado. Não foram encontrados na literatura estudos em que se investiga a relação destes indicadores com a governança corporativa das empresas brasileiras. Entretanto, diante do cenário de crise era esperado que empresas com melhor governança corporativa conseguisse elevar o prazo de pagamento a seus fornecedores e reduzir o prazo médio de estocagem. O maior prazo de pagamento reduz o ciclo financeiro da empresa, enquanto o menor prazo de estocagem reduz os ciclos operacional e econômico (Barros et al., 2022). Embora tenha se observado alterações significativas nos prazos de estocagem e pagamento no período de 2019 a 2022 (Tabela 4), os resultados da pesquisa sugerem que a governança corporativa não foi capaz de afetar os ciclos operacionais e financeiros das empresas brasileiras.

A rentabilidade é um dos principais benefícios financeiros atribuídos à governança corporativa pela literatura, sendo esperado que a melhor governança corporativa contribua para a maior eficiência do uso de recursos da empresa, maximizando o desempenho operacional (Claessens & Yurtoglu, 2013). Os resultados da pesquisa, entretanto, indicaram que, no ano de 2020, o maior nível de adoção de práticas de governança corporativa está associado à piora do retorno sobre patrimônio líquido das empresas brasileiras. Estudos anteriores não haviam encontrado relação significativa entre governança corporativa e indicadores de rentabilidade no primeiro ano da pandemia (Alencar et al., 2023; Oliveira et al., 2021). Em períodos anteriores à pandemia a pesquisa empírica apresentava relação positiva (Crisóstomo & Melo, 2015; Macedo & Corrar, 2012; Silva & Krauter, 2020).

Considerando que a governança corporativa deve se preocupar mais com a sustentabilidade financeira da empresa no longo prazo do que em resultados de curto prazo (Musa et al., 2022), a relação negativa entre governança corporativa e rentabilidade observada no ano de 2020 pode indicar que durante o período de recessão econômica ocasionada pela pandemia as empresas com sistema interno de governança corporativa mais adequado centraram seus esforços em manter a saúde financeira da empresa, dando menor atenção ao retorno econômico de curto prazo. Há também a possibilidade de estes resultados serem reflexo da influência da governança corporativa na qualidade da informação contábil divulgada, que pode proporcionar resultados mais conservadores (Taso et al., 2023).

O desempenho de mercado foi analisado sob a ótica do valor de mercado e do valor patrimonial da empresa. Em períodos de crise econômica espera-se que o efeito positivo da qualidade dos mecanismos internos de governança corporativa sobre o valor da empresa seja mais evidente (Peixoto et al., 2014). Os resultados indicam que apenas o *market-to-book* apresentou relação significativa, mas contrapondo-se ao efeito esperado. No período mais agudo da crise de covid-19 (2020), a governança corporativa não foi capaz de mitigar as perdas de valor das empresas brasileiras no mercado de capitais, sendo verificada relação negativa entre IGC2 e *market-to-book*. No ano de início da recuperação econômica (2021), empresas a governança corporativa esteve associada ao menor *market-to-book* considerando os dois índices

(IGC1 e IGC2). Já em 2022, após a recuperação total da economia brasileira, observou-se relação positiva entre IGC2 e *market-to-book*.

A literatura já apontava ausência de relação entre governança corporativa e valor de mercado em 2020, e relação negativa no período de recuperação econômica (Alencar et al., 2023; Oliveira et al., 2021; Santos et al., 2023). Uma possível explicação para estes resultados está na natureza da crise econômica ocasionada pela pandemia. Recentes crises econômicas de proporções globais (como a crise asiática de 1997 e a crise do supprime de 2008) foram de natureza endógena, fruto de fraudes corporativas, enquanto a crise de covid-19 não ocorreu por comportamentos inadequados de gestores nem por deficiências nos sistemas de controle, mas por uma crise sanitária exógena ao ambiente corporativo (Zattoni & Pluguiese, 2021). Nesse sentido, mecanismos recomendados para mitigar conflitos de agência nas empresas e evitar comportamentos oportunistas de gestores e acionistas controladores (Misangyi & Acharya, 2014) podem não ter a mesma eficácia no contexto da crise ocasionada pela pandemia de covid-19. No período pós-pandemia (2022), com a recuperação total da economia, já se identificou efeito positivo da governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas, mesmo em um cenário de perda de valor global das empresas amostradas (Tabela 4).

Estes resultados reforçam as evidências de que a governança corporativa das empresas brasileiras está contribuindo com o acesso ao mercado de crédito de longo prazo, mas que a rentabilidade de empresas com melhor governança corporativa tende a ser menor.

## 5 CONCLUSÃO

Este trabalho analisou a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras durante a pandemia de covid-19. Os resultados indicam evidências consistentes de que a governança corporativa contribuiu para o endividamento das empresas no período mais crítico da pandemia (2020), mas esteve associada a menor rentabilidade neste período e perda valor de mercado no período de retomada do crescimento econômico (2021).

A pesquisa apresenta contribuições teóricas, metodológicas e práticas. No campo teórico, a pesquisa contribui com a literatura que investiga a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro, ao utilizar a crise de covid-19 como um choque exógeno que ajuda a avaliar o papel da governança corporativa em proteger empresas de efeitos financeiros adversos da crise e/ou contribuir para a recuperação das mesmas. Os resultados indicam que os efeitos positivos da adoção de práticas de governança corporativa podem ser sensíveis a características do ambiente institucional, corroborando a abordagem contingencial da governança corporativa.

Metodologicamente, o desempenho financeiro foi analisado a partir de uma visão multidimensional, não se restringindo a indicadores de rentabilidade e mercado. Além de se identificar as principais dimensões do desempenho financeiro das empresas durante a pandemia, esta metodologia permitiu que se investigasse o efeito da governança sobre indicadores de desempenho financeiro pouco explorados pela literatura. Deve-se destacar também que a governança corporativa foi mensurada por duas métricas diferentes, decorrentes de recomendações do mercado de capitais e da academia. Além de trazer mais robustez aos resultados, estas duas métricas podem ser utilizadas em pesquisas futuras como *proxies* para governança corporativa das empresas brasileiras.

Na prática, a pesquisa mostrou que a governança corporativa pode ter contribuído para elevar o acesso à dívida pelas empresas brasileiras e combater a miopia gerencial de curto prazo no período mais crítico da pandemia. Estes resultados se tornam mais relevantes em um país onde o crédito é a principal fonte de financiamento empresarial e que existe elevada assimetria informacional entre gestores/controladores e *stakeholders* externos. Por outro lado, outros resultados da pesquisa levantam questionamentos sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa em mitigar negativos de crises econômicas sobre a percepção de valor

das empresas brasileiras no mercado de capitais. É possível que a adoção de práticas voltadas para mitigar conflitos entre *stakeholders* internos não seja capaz de mitigar efeitos negativos de uma crise ocasionada por um fator exógeno ao ambiente corporativo. Neste sentido, mesmo do ponto de vista dos investidores no mercado de capitais, faz-se necessária a inclusão de pautas que vão além dos conflitos de agência na discussão das recomendações para estruturação do sistema interno de governança corporativa das empresas brasileiras.

Cabe destacar que o presente estudo analisou a governança corporativa a partir de uma visão unidimensional, por meio da criação de índices que avaliam a qualidade do sistema interno de governança corporativa das empresas sob o ponto de vista da teoria da agência. Pesquisas futuras podem analisar a relação de mecanismos específicos de governança corporativa sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras. Também podem ser exploradas outras teorias que ajudem na compreensão da governança corporativa e sua relação com o desempenho financeiro no contexto da pandemia de covid-19, como a visão baseada em recursos e a abordagem contingencial da governança corporativa.

## REFERÊNCIAS

- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: what is the trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415-443.
- Alencar, M. R. X., Feitosa, M. I. C., Leite, A. C. R., Leal, P. H., Oliveira, A. R. V., & Chagas, M. J. R. (2023). Governança corporativa e covid-19: desempenho financeiro e de mercado antes e durante a pandemia. *International Journal of Scientific Management and Tourism*, 9(2), 1349-1368.
- Anas, M., Gulzar, I., Tabash, M. I., Ahmad, G., Yazdani, W., & Alam, M. F. (2023). Investigating the Nexus between Corporate Governance and Firm Performance in India: Evidence from COVID-19. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(7), 307.
- Avelar, E. A., Ferreira, P. O., Silva, B. N. E. R., & Ferreira, C. O. (2021). Efeitos da Pandemia de COVID-19 sobre a sustentabilidade financeira de empresas brasileiras. *Revista Gestão Organizacional*, 14(1), 131-152.
- Barros, F. R., Santos, R. L., & Amaral, H. F. (2022). Análise dos indicadores de atividade, liquidez e dinâmicos de três empresas de Minas Gerais. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade*, 10(44), 129-145.
- Beuren, I. M., Santos, V., & Cantieri, V. M. (2020). Diferenças nos índices de análise das demonstrações financeiras. *Revista Pretexito*, 69-85.
- Black, B., Carvalho, A. G., Khanna, V., Kim, W., & Yurtoglu, B. (2017). Corporate governance indices and construct validity. *Corporate Governance: An International Review*, 25(6), 397-410.
- Boshnak, H. A., Alsharif, M., & Alharthi, M. (2023). Corporate governance mechanisms and firm performance in Saudi Arabia before and during the COVID-19 outbreak. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2195990.
- Brandão, I. F., Crisóstomo, V. L., & López-Iturriaga, F. J. (2024). A multidimensional analysis of corporate governance and firm value. *Journal of Management and Governance*, 1-32.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças Corporativas*. 8 ed. São Paulo: McGraw-Hill.
- Carvalho, A. G., Dal'Bó, F., & Sampaio, J. (2021). Determinants of corporate governance practices in Brazil. *Emerging Markets Review*, 48, 100771.
- Carvalho, L. M., & Bastos, E. K. X. Desempenho do PIB no quarto trimestre de 2022. *Carta de Conjuntura*, 58(19), 1-8.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.

- Crisóstomo, V. L., & Melo, C. V., Júnior (2015). Uma análise comparativa de indicadores financeiros entre empresas listadas em segmentos diferenciados Bovespa e as do mercado tradicional. *Perspectivas Contemporâneas*, 10(3), 15-34.
- Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143–1181.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2017). *Princípios de Administração Financeira*. 14 ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil.
- Grupo de Trabalho Interagentes (2016). *Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas*. São Paulo: IBGC.
- Gullo, M. C. R. (2020). A economia na pandemia Covid-19: algumas considerações. *Rosa dos Ventos*, 12(Esp. 3), 1-8.
- Hair, J. F., Jr., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6 ed. São Paulo: Bookman.
- Hassan, T. A., Hollander, S., Van Lent, L., Schwedeler, M., & Tahoun, A. (2023). Firm-level exposure to epidemic diseases: Covid-19, SARS, and H1N1. *The Review of Financial Studies*, 36(12), 4919-4964.
- Hsu, Y. L., & Yang, Y. C. (2022). Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 47, 102778.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *Produto Interno Bruto - PIB*. Recuperado de: <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>. Acesso em: 28 jun 2024.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2023). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 6 ed. São Paulo: IBGC.
- Jebran, K., & Chen, S. (2023). Can we learn lessons from the past? COVID-19 crisis and corporate governance responses. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 421-429.
- Khatib, S. F., & Nour, A. (2021). The impact of corporate governance on firm performance during the COVID-19 pandemic: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 943-952.
- Koutoupis, A., Kyriakogkonas, P., Pazarskis, M., & Davidopoulos, L. (2021). Corporate governance and COVID-19: A literature review. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(6), 969-982.
- Kroenke, A., & Hein, N. (2011). Avaliação de empresas por meio de indicadores de atividade: uma aplicação do método AHP. *REGGE-Revista de Gestão*, 18(4), 605-620.
- Leung, S., & Horwitz, B. (2010). Corporate governance and firm value during a financial crisis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 34, 459-481.
- Macedo, M. A. S., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1), 42-61.
- Machado, M. R. R., & Gartner, I. R. (2017). Triângulo de fraudes de Cressey (1953) e teoria da agência: estudo aplicado a instituições bancárias brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(32), 108–140.
- Matuella Filho, I., & Miranda, C. S., & Rodrigues, J. M. (2023). Covid-19: uma janela para fraudes corporativas. *GV-EXECUTIVO*, 22(1), 24-30.
- Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1681-1705.
- Musa, H., Rech, F., Chen, Y., & Musova, Z. (2022). The deterioration of financial ratios during the Covid-19 pandemic: Does corporate governance matter? *Folia Oeconomica Stetinensia*, 22(1), 219-242.



- Oliveira, T., Jesuka, D., Peixoto, F. M., & Tizziottiet C. P. P. (2021). A Sustentabilidade e a Covid-19 afetam o Desempenho, o Valor e o Risco de Firmas no Brasil? *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 14(2), 227-239.
- Pandey, N., Andres, C., & Kumar, S. (2023). Mapping the corporate governance scholarship: Current state and future directions. *Corporate Governance: An International Review*, 31(1), 127-160.
- Paulo, R. R. D., Ferola, L. M., & Martins, V. F. (2020). Governança corporativa e desempenho: Uma análise dos estudos no século XXI. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade*, 8(34), 48-70.
- Peixoto, F. M., Amaral, H. F., Correia, L. F., & Neves, J. C. C. (2014). Governança Corporativa e Crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. *Revista de Ciências da Administração*, 16(39), 119-133.
- Pena, H. W. A., Santos, E. M. C. G., Sampaio, I. T., Chaves, M. S., Bahia, P. Q., Borges, F. Q., Lisbôa, E. G., Souza, L. L., Toma, M. Y., & Ferreira, N. S. (2023). Análise multivariada e o estabelecimento de novos indicadores comuns de desempenho financeiro em empresas de capital aberto. *Concilium*, 23(6), 324-341.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Santos, D. P. N., Olivo, R. L. F., Sales, G. A. W., & Silva, F. L. (2023). Impacto da governança corporativa na bolsa brasileira durante a crise do covid-19. *Concilium*, 23(2), 31-51.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213-2230.
- Silber, S. D. (2020). A fragilidade econômica e financeira na pandemia do Sars-Covid-19. *Estudos Avançados*, 34, 107-115.
- Silva, B. A. O., & Krauter, E. (2020). Indicadores Financeiros e Governança Corporativa de Companhias Brasileiras: uma Análise sob a Ótica da Restrição Financeira. *Management in Perspective*, 1(1), 9-33.
- Silva, E. S., Kayo, E. K., & Lima, I. S. (2017). Dupla listagem, alavancagem e maturidade da dívida. *REGGE-Revista de Gestão*, 24(2), 98-109.
- Souza, J. A., Mendonça, D. J., Benedicto, G. C., & de Carvalho, F. M. (2017). Aplicação da análise fatorial para identificação dos principais indicadores de desempenho financeiro em instituições financeiras bancárias. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 16(47), 26-41.
- Souza, J. R. C. Júnior, Cavalcanti, M. A. F. H., Levy, P. M., Carvalho, L. M., Bastos, E. K. X., Santos, F. E. L. (2022). Visão Geral da Conjuntura. *Carta de conjuntura*, 54(34), 1-24.
- Tarighi, H., Hosseiny, Z. N., Akbari, M., & Mohammadhosseini, E. (2023). The moderating effect of the COVID-19 pandemic on the relation between corporate governance and firm performance. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(7), 306.
- Toso, C. R., Carmo, C. H. S., & Machado, M. R. R. (2023). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: um estudo empírico. *Contabilometria*, 10(02), 1-20.
- Yamahaki, C., Breviglieri, G. V., & Vendramini, A. (2021). Riscos emergentes na análise de investimentos. *GV-EXECUTIVO*, 20(2), 44-47.
- Zattoni, A., & Pugliese, A. (2021). Corporate governance research in the wake of a systemic crisis: lessons and opportunities from the COVID-19 pandemic. *Journal of Management Studies*, 58(5), 1405-1410.
- Zulpahmi, Sumardi, Al Azizah, U. S., Nugroho, A. W., & Setiawan, E. (2024). Investigating the Impact of Corporate Governance on Financial Performance and Firm Value Prior To And During the Covid-19 Pandemic. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 18(6), e05334.