



Jessica de Carvalho Maranhão

**A RELAÇÃO ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA E A RENTABILIDADE DAS EMPRESAS
LISTADAS NA B3 DURANTE A CRISE PROVOCADA
PELO COVID-19**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas do
Departamento de Administração da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Henrique Castro Martins

Rio de Janeiro
Agosto de 2021



Jessica de Carvalho Maranhão

**A Relação entre os Níveis de Governança Corporativa e a
Rentabilidade das Empresas Listadas na B3 durante a crise
provocada pelo COVID-19**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas do
Departamento de Administração da PUC-Rio.
Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo.

Prof. Henrique Castro Martins

Orientador Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Daniel Francisco Vancin

Unisinos

Rio de Janeiro, 20 de Agosto de 2021

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização da universidade, da autora e do orientador.

Jessica de Carvalho Maranhão

Graduou-se em Administração de Empresas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ, Brasil). Fez MBA de Finanças Corporativas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), especializando-se na área Finanças Corporativas e Planejamento Financeiro através de sua atuação profissional em grandes empresas nacionais e multinacionais.

Ficha Catalográfica

Maranhão, Jessica de Carvalho

A relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na B3 durante a crise provocada pelo COVID-19 / Jessica de Carvalho Maranhão; orientador: Henrique Castro Martins. – 2021.

41 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2021.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Governança corporativa. 3. Índice de rentabilidade. 4. Desempenho econômico e financeiro. 5. Nível de governança. 6. Pandemia e painel de dados. I. Martins, Henrique Castro. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

Resumo

Maranhão, Jessica de Carvalho; Martins, Henrique Castro. **A relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na B3 durante a crise provocada pelo COVID-19**. Rio de Janeiro, 2021. 41p. Dissertação de Mestrado - IAG - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A governança corporativa é um conjunto de práticas adotadas pelas empresas visando minimizar os conflitos de agência e riscos relacionados, para à maximização dos rendimentos e por consequência, trazer um maior retorno esperado para os investidores. Em virtude da importância da governança no Brasil e no mundo, buscou-se nessa pesquisa analisar as contribuições dos mais altos níveis de governança na rentabilidade das empresas listadas na B3 no período da pandemia do Covid-19 no ano de 2020. Para atingir tal objetivo, foram coletados os índices de rentabilidade ROA e ROE de cada empresa da amostra do período de 2017 a 2020 para validar se o nível de governança das empresas impactou no desempenho delas e no período analisado de crise econômico-financeira. Adicionalmente, utilizaram-se as variáveis de alavancagem, liquidez e tamanho como variáveis de controle para as empresas das analisadas. Visando verificar a existência de diferenças entre as médias dos índices de rentabilidade em virtude do nível de governança foi utilizado a metodologia de Dados em Painel com efeitos fixos.

O resultado da pesquisa sugere que os diferentes níveis de governança não possuem relação significativa direta com desempenho econômico-financeiro da empresa. A obtenção desse resultado possivelmente demonstra que o motivo relacionado a opção das empresas de obter níveis mais elevados de governança está relacionado à sua capacidade de trazer equidade e transparência na prestação de contas, almejando assim promover maior confiabilidade/credibilidade por parte dos investidores.

Palavra-chave

Governança Corporativa; Índice de rentabilidade; Nível de Governança e Painel de Dados.

Abstract

Maranhão, Jessica de Carvalho; Martins, Henrique Castro (Advisor). **The relationship between corporate governance levels and the profitability of companies listed on B3 during the crisis caused by COVID-19**. Rio de Janeiro, 2021. 41p. Dissertação de Mestrado - IAG - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Corporate governance is a set of practices used to minimize agency conflicts and risks related to companies seeking to increase income and, consequently, a increase the expected return for investors. Due to the importance of governance in Brazil and in the world, this research wanted to test the contributions of the highest levels of governance to the profitability of companies listed on B3 in the period of impact with the Covid-19 pandemic in the year of 2020. To achieve this goal, the ROA and ROE profitability indexes of each company in the sample were collected to validate whether the level of governance of the companies impacted their performance for the period 2017 to 2020. Additionally, leverage, liquidity and size variables were used as control variables for the companies analysed. Aiming to verify the existence of differences between the averages of the profitability indexes due to the level of corporate governance, the Panel Data methodology with fixed effects was used, as it is understood that due to the choice of data, it would present the best results for the research.

The research result suggests that the different levels of governance do not have a direct significant relationship with the company's economic-financial performance. Achieving this result possibly demonstrates that the reason related to the option of companies to obtain higher levels of governance is related to their ability to bring equity and transparency in accountability, thus aiming to promote greater reliability/credibility on the part of the investors.

Keywords

Corporate governance; Profitability index; Governance Level and Data Panel.

Sumário

1.	Introdução	9
2.	Rentabilidade das Empresas	14
2.1.	Contexto	14
2.2.	Governança Corporativa no Brasil.....	14
2.3.	Indicadores de rentabilidade e financeiros.....	17
2.3.1	O ROE.....	19
2.3.2	O ROA.....	20
2.3.4	Variável de Liquidez	21
2.3.5	Variável de Tamanho	21
2.4.	Crises Financeiras	22
2.4.1	Pandemia Covid-19	22
3.	Método de Pesquisa	25
3.1.	Amostra	26
3.2.	Variáveis da Pesquisa	27
4.	Resultados	29
4.1.	Estatísticas Descritivas	29
4.2.	Resultados das regressões com dados em painel.....	33
5.	Considerações finais.....	36
6.	Referências bibliográficas	38
7.	Apêndice	41

Lista de tabelas

Tabela 1: Comparativo dos segmentos de listagem.....	19
Tabela 2: Previsão econômica do FMI para 2020	24
Tabela 3: Amostra por Nível de Governança	27
Tabela 4: Resumo de Indicadores Financeiros	27
Tabela 5: Estatística descritiva da amostra por ano	29
Tabela 6: Estatística descritiva da amostra por nível de governança.....	31
Tabela 7: Matriz de correlação entre os indicadores	32
Tabela 8: Resultado painel de dados modelo 1	33
Tabela 9: Resultado painel de dados modelo 2	34
Tabela 10: Resultado painel de dados modelo 3	35

1. Introdução

Com o avanço da tecnologia, o mercado financeiro está evoluindo para se adaptar às exigências cada vez maiores dos investidores em relação a transparência de informações e garantir um nível mais alto de segurança para o seu capital. A globalização das corretoras e das ferramentas de investimento permite que os investidores tenham um maior leque de opções para empregar seu capital, o que os torna mais seletivos em relação aos benefícios e oportunidades de investimento disponíveis no mercado em nível mundial. Corroborando com essa visão Cutler, Poterba e Summers (1988) elencaram que os preços dos ativos negociados em mercados de capitais têm sido influenciados por aspectos relacionados às políticas regulatórias de mercado, às informações financeiras, ao ambiente macroeconômico, dentre outros.

Segundo Catapan, Colauto e Barros (2014), considerando que no cenário internacional, escândalos corporativos, privatizações, fusões, aquisições e o crescimento dos fundos de pensão foram os impulsionadores para estudos da Governança Corporativa e todo esse processo ocasionou mudanças nas legislações de diversos países em busca de se instituir regras mais consistentes e transparentes, garantindo, assim, a proteção dos acionistas, criando um ambiente com menos conflitos de agência para os stakeholders.

Considerando a diversidade de opções e a maior concorrência entre empresas; para aumentar sua atratividade elas constantemente buscam por alternativas para reduzir seus riscos e obter capital ao menor custo possível. Vieira e Mendes (2004) afirmam que práticas de governança são mecanismos que proporcionam maior transparência aos agentes envolvidos com a empresa na minimização da assimetria de informação entre administradores e proprietários. Dessa forma, o movimento de adequação as boas práticas de governança auxiliam as empresas no atendimento dos requisitos para atrair novos investidores e trazer mais segurança e uniformidade de informações para o mercado e acionistas.

Além disso, com o propósito de proteger os interesses dos seus investidores e dos potenciais riscos relacionados as oscilações inerentes ao mercado global como um todo, a governança corporativa surge como um conjunto de práticas que visam proteger os interesses dos envolvidos assegurando maior transparência e controle em relação aos dados financeiros e operacionais da empresa. Com a adesão as boas práticas de governança é algo opcional pelas empresas, elas se beneficiam com uma maior credibilidade e atratividade para o investimento em suas ações e outras formas de obtenção de recursos financeiros.

“O senso comum sugere que empresas com uma estrutura de governança mais adequada às práticas recomendadas pelos “Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa” devem ser mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança menos adequada”. (Silveira, Barros e Famá. 2003)

As empresas, buscando atrair um maior volume de investimentos, demonstram atitudes de precaução contra a volatilidade do mercado, através da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, como forma de se destacar no mercado e trazer uma maior segurança aos seus investidores. Em condições normais, níveis mais elevados de governança corporativa estariam associados com menores riscos.

Cabe ressaltar, que os mecanismos de governança corporativa para os atores do mercado de capitais são um importante instrumento que demonstra a maior aderência das empresas listadas a procedimentos que gerem uma maior percepção de proteção para os detentores de capital para investimento. Portanto, é relevante verificar se a aderência as boas práticas de Governança Corporativa são fatores que reduzem o risco destas organizações em momentos de crise, ou seja, se nessas situações os investidores percebem maior segurança em seus investimentos.

A bolsa de valores brasileira, conhecida como B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), visando atender as necessidades crescentes de se adotar boas práticas de governança corporativa para realizar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e se adequar ao que já estava acontecendo no mercado mundial, criou os segmentos especiais de listagem em

dezembro de 2002. Os segmentos especiais foram denominados Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, estando estes descritos na ordem decrescente de exigência de melhores práticas, sendo a sua adesão realizada de forma voluntária e opcional pelas empresas.

Conforme descrito pelo relatório da atual B3 em 2008 “A listagem nesse segmento especial implica a vinculação a um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.”

Adicionalmente sobre os objetivos em relação a adoção da governança corporativa pode se afirmar que:

“A governança corporativa tem como uma de suas finalidades minimizar os conflitos de agência, podendo esses conflitos serem ocasionados quando os agentes (gestores/executivos) tomam decisões visando maximizar seus interesses pessoais em detrimento aos interesses dos principais” (Silva, 2010).

A governança corporativa se tornou, dessa forma, importante e indispensável por sua capacidade de promover maior confiabilidade e credibilidade as empresas para seus investidores, assim sendo um sistema adotado de forma global, incluindo o Brasil. Essas boas práticas possuem como objetivo principal maximizar o desenvolvimento das companhias, sendo assim o motivo pelo qual a B3 recomendar a adoção das boas práticas de governança.

Segundo Vieira e Mendes (2004) as boas práticas de governança são mecanismos que proporcionam maior transparência aos agentes envolvidos com a empresa reduzindo a assimetria de informação entre acionistas, gestores e proprietários.

De acordo com Bernardino, Peixoto, & Nascimento (2015), a adoção das boas práticas de governança resulta num maior controle e monitoramento da empresa, reduzindo os problemas de agência e garantindo melhores resultados; em consequência, aumentando o acesso da mesma a recursos financeiros. Devido a isso, as empresas listadas com maiores níveis de governança tendem a ser mais atrativas para os investidores o que ocasiona um menor custo de capital; pois estas terão

acesso a alternativas de captação de recursos mais baratos para o crescimento e manutenção do seu negócio.

“Governança Corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle das corporações. Esse maior controle e a fiscalização fazem parte do sistema do processo que assegura melhor o retorno financeiro”. (Silva, 2010).

No mundo, a governança corporativa é praticada de diversas formas diferentes. Nos EUA e no Reino Unido a governança caracterizada por priorizar a proteção dos acionistas enquanto a Alemanha é caracterizada pela pouca participação dos pequenos acionistas e grandes participações dos grandes bancos e acionistas no mercado. Além disso, a Alemanha e o Japão tentem a possuir participação de pequenos e grandes investidores de longo prazo no mercado com o objetivo de buscar pelo equilíbrio dos interesses dos acionistas e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. No Brasil, a governança corporativa se assemelha ao modelo praticado nos EUA e no Reino Unido onde o intuito é promover a maior proteção os acionistas.

Dessa forma, partindo do pressuposto que a governança corporativa é um conjunto de práticas voltadas para a geração de valor, criação de riquezas e a maximização do retorno dos acionistas, este trabalho tem como objetivo principal responder a seguinte questão: *As empresas que atendiam aos critérios do nível de governança Novo Mercado no período de pandemia de Covid-19 tiveram uma melhor performance em relação as outras companhias com suas ações listadas na B3 no ano de 2020?*

Visando validar e analisar essa relação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e a rentabilidade no período de crises causado pela pandemia, nesse estudo comparamos os índices de rentabilidade ROA e ROE médios de cada nível de governança corporativa no período de 2017 a 2020. Além disso, para uma melhor análise também foi considerada no estudo as variáveis de alavancagem, liquidez e tamanho das empresas para verificar os efeitos de forma balizada.

Há diversas pesquisas já efetuadas que buscam corroborar se a governança corporativa traz benefícios através de índices financeiros e métodos diferentes de análise e os resultados obtidos, também acabam

apresentando resultados distintos. Um exemplo dessas diferenças é o caso dos estudos realizados por Ventura et al., (2012) e Bushman et al. (2004), que discorreram sobre a relação dos níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica como sendo positivo, pois apontam em suas pesquisas que as empresas brasileiras que adotam boas práticas de governança corporativa têm um desempenho consideravelmente superior. Entretanto, Francis et al. (2006) conclui que a governança não influencia na rentabilidade e desempenho das empresas brasileiras, pois independentemente do segmento de listagem que a empresa pertença eles não encontraram correlação para o retorno da empresa.

A partir dessa diferença entre os resultados, é possível inferir que são necessários mais estudos sobre essa temática para elucidar qual a relação entre os níveis de governança e o desempenho financeiro das empresas. Dessa forma, este trabalho se difere por abordar a temática com uma nova perspectiva, utilizando o momento de crise da pandemia do covid-19 para validar se o nível de governança novo mercado interfere de fato no desempenho financeiro das empresas, conforme recomendações das pesquisas citadas, tentando-se chegar a um resultado comum que agregue valor a essa discussão já iniciada e constantemente investigada no mundo acadêmico.

O presente trabalho é relevante e atual, tendo em vista a recente crise do mercado financeiro no cenário econômico e financeiro do Brasil proveniente das restrições e inseguranças causadas pelo Covid-19, sendo as boas práticas de governança corporativa primordiais para trazer segurança e transparência aos investidores apreensivos de perder seus investimentos num cenário de incertezas e conturbações políticas.

O trabalho também se faz relevante em virtude da importância que a governança corporativa exerce nos mercados de capitais e, principalmente, nas organizações, principalmente pelos constantes dilemas morais e éticos que os players do mercado financeiro estão expostos, como também para dar continuidade as pesquisas dos trabalhos anteriores, que demonstram resultados diferentes sobre a relação do desempenho das empresas e o nível governança corporativa atribuídos a elas.

2. Rentabilidade das Empresas

2.1. Contexto

Neste capítulo será abordado os tópicos teóricos usados para o desenvolvimento desta bibliografia, elucidando as questões referentes a temática, ao cenário econômico de crise que propiciou esse estudo de rentabilidade em decorrência do nível de governança seguida pelas empresas.

Os conceitos que serão citados têm como objetivo de apresentar de forma clara e detalhada os principais pontos que serão trabalhados ao longo deste estudo. Para possibilitar o melhor entendimento sobre o tema dessa pesquisa, nesse capítulo serão abordados detalhes em relação ao funcionamento da bolsa brasileira (B3) e dos níveis existentes de governança no Brasil. Além disso, o cenário de crise financeira-econômica trazida pelo covid-19 será explorado para o melhor entendimento de seus efeitos no desempenho das empresas brasileiras listadas na B3. Por fim, será abordado os conceitos do financeiro que serão com os respectivos índices que serão utilizados nesse estudo para validar se existe uma correlação entre o nível de governança e o desempenho na bolsa.

2.2. Governança Corporativa no Brasil

Segundo o IBGC (2021) os primórdios do modelo atual de governança corporativa surgiram inicialmente nos Estados Unidos como uma metodologia que visava reduzir os conflitos de agência existentes, por meio de práticas de monitoramento e controle da tomada de decisão. Essas práticas tinham como objetivo principal obter conformidade dos interesses de todos os envolvidos no processo.

De acordo com o código das melhores práticas do IBGC (2021), ocorre conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e mesmo assim pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da sociedade. Além disso, segundo o mesmo instituto o primeiro código formal de boas práticas de governança corporativa registrado foi o Relatório Cadbury, publicado em 1992 na Inglaterra. No mesmo ano, foi publicado o primeiro código de

governança corporativa elaborado por uma empresa, que foi atribuído a General Motors (GM).

Embora não haja um modelo padrão de governança, considerando que ele é estabelecido com base nas necessidades e características de cada país, grande parte dos modelos existentes se baseiam nos princípios básicos de equidade de poderes, transparência, responsabilidade corporativa e prestação de contas.

Entre as décadas de 80 e 90 do século passado, o Brasil apresentava problemas nas contas públicas, inflação crônica e insegurança jurídica decorrente da então redemocratização do país. Com isso, a partir da década de 80, as empresas iniciaram o processo de adoção das boas práticas de governança corporativa, devido a necessidade de encontrar fontes alternativas de recursos, uma vez que o modelo de financiamento estatal dava sinais de esgotamento e as alternativas de obtenção de capital privado eram escassas. A solução encontrada na época, portanto, passava pela busca de capitais estrangeiros, que, inevitavelmente, exigiria práticas modernas e transparentes de governança, com o objetivo de reduzir as incertezas do investidor estrangeiro (Álvares, Giacometti, & Gusso, 2008).

Na primeira metade da década de 90, foi fundado o Instituto Brasileiro dos Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 se tornou o IBGC, em virtude da ampliação do escopo de atuação, incluindo questões de propriedade, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente (Herbert, 2003). A partir da publicação do primeiro código de boas práticas de governança pelo IBGC o tema se popularizou e possibilitou a adoção de boas práticas por diversas empresas.

As empresas precisam aceitar e praticar as denominadas novas regras societárias reconhecidas como boas práticas de governança corporativa, estas regras produzem um aumento nos direitos dos acionistas, melhoram as informações para os stakeholders e ampliam a resolução de conflitos. (SILVA., 2010).

A BMF & BOVESPA em 2000, hoje reconhecida pelo nome de B3, criou para as empresas de capital aberto os níveis diferenciados de governança corporativa com o intuito de melhorar e desenvolver as práticas no mercado seguindo o padrão de norma já existentes em outros países.

Os níveis diferenciados de governança corporativa foram criados em 2000 pela B3 com o propósito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro através da formação de um ambiente de negociação mais seguro que fomentasse o interesse dos investidores e a valorização das organizações. (SANTOS et al., 2019).

Atualmente, os segmentos brasileiros de governança são divididos em: Novo Mercado (NM), que é o mais elevado nível de governança, o N2, que é considerado uma média governança e N1, que representa as empresas que possuem governança, mas em um nível mais baixo. O surgimento dos Níveis 1 e 2 e do NM possuem como principal objetivo promover maior transparência e maior desempenho nas práticas de governança entre as empresas que os adotam.

“Os segmentos diferenciados de governança corporativa brasileira, possuem regras que extrapolam as obrigações previstas na Lei das SAs e visam melhorar a avaliação das organizações que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem”. (Site da B3, trecho extraído em 2021).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), os segmentos em ordem crescente apresentam o grau de exigência em relação a adoção às boas práticas de governança, considerando que as empresas fazem a adoção de forma voluntária são segmentadas em função do nível de aderência a elas. A adesão a esses níveis e ao Novo mercado é voluntária, firmada via contrato entre as partes.

Segundo a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) (2021), o principal objetivo da Governança Corporativa é no longo prazo, propiciar um maior nível de desenvolvimento da empresa e uma maximização do seu valor de forma sustentável, satisfazendo todas as partes relacionadas onde ela atua.

Pela perspectiva contábil, acredita-se que a utilização dos princípios de governança corporativa promova a circulação de informações de maior assertividade sob o real estado financeiro das empresas e que estas auxiliem os mercados financeiros de modo a incentivar o investimento.

“Sobre os mecanismos propostos pela governança corporativa, espera-se que possam reduzir os custos de agência; limitar o comportamento oportunista da gestão, levando

a uma melhor qualidade e confiabilidade das informações e aumentar o valor da empresa”. (SHIRI et al., 2012).

“Devem se enquadrar a padrões mais rígidos de governança, devendo apresentar, em média, melhores mecanismos de controle para o alinhamento dos interesses do gestor e do principal quando comparadas à outras empresas do seu país de origem”. (DA SILVEIRA; BARROS, 2008; DA SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

As empresas que aderem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa precisam se enquadrar as normas e regras exigidos pela B3. Na tabela 1, as obrigações e exigências de cada níveis de governança são detalhados para melhor entendimento das diferenças entre eles e da periodicidade que devem ser reportados aos investidores.

2.3. Indicadores de rentabilidade e financeiros

Para mensurar o desempenho financeiro de uma organização são utilizados indicadores financeiros e de rentabilidade, com o objetivo de fornecer informações para os gestores do negócio, acionistas e mercado como um todo.

Segundo Didonet (2007), desempenho e a eficiência são utilizadas como medidas intrinsecamente ligadas considerando que o desempenho das empresas é normalmente representado por uma maior ou menor eficiência. Considerando que qualquer empresa que consiga alocar os recursos de forma eficiente estaria está gerando um maior lucro, devido as diferenças entre receitas e custos totais; os indicadores são utilizados como forma de metrificar essa eficiência e torna seu desempenho comparável em relação as outras empresas presentes no mercado.

“Os objetivos da análise financeira são pautados na avaliação de desempenho da empresa considerando que eles servem como indicativo do desempenho futuro e, com base nessa análise, determinar se o preço atual das ações e o valor intrínseco da empresa”. DECHOW e SCHRAND (2004).

Considerando que o objetivo principal das empresas é aumentar seu resultando e consequentemente aumentar seu valor de mercado, os indicadores de lucros de são métricas utilizadas para avaliar os fluxos de caixa futuros esperados e portanto, são extremamente relevantes para avaliação do desempenho financeiro das empresas pelo mercado

	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Básico
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON	Ações ON e PN	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica
Obrigação do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica
Reunião pública anual	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado Código de conduta (com conteúdo mínimo). Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração. Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para NM	Não aplicável	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para NM	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para NM ou N2	Não aplicável
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Compliance	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo

financeiro.

Tabela 1: Comparativo dos segmentos de listagem

As empresas que aderem voluntariamente aos seguimentos especiais de Governança Corporativa da B3, especialmente Nível 2 e Novo Mercado (Novo Mercado), devem comprometer-se a uma maior transparência e ter padrões de relatórios elevados. Segundo Silva (2010) para obter tal classificação, a B3 exige a disponibilização de demonstrações contábeis segundo as normas internacionais de contabilidade (USGAAP ou IAS).

Acredita-se que uma maior qualidade dos relatórios financeiros possa aumentar a eficiência dos investimentos (BUSHMAN; SMITH, 2004; HEALY; PALEPU, 2001; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007). Alinhado a esse pensamento BIDDLE; HILARY; VERDIO (2009) argumentaram que “empresas com maior qualidade dos relatórios financeiros apresentam maior eficiência em seus investimentos e apresentando menor risco”.

Buscando manter sua atratividade financeira e operacional e manter seu nível de atratividade para o mercado, torna-se indispensável que as empresas apresentem um bom desempenho econômico e financeiro. De acordo GITMAN (2010) o desempenho pode ser medido por índices de rentabilidade, que, dentre os principais, estão o retorno sobre o capital próprio (ROE) e o retorno sobre o ativo total (ROA). Para complementar o estudo, foram incluídas outras métricas relacionadas ao desempenho das empresas: Variável de alavancagem, variável de liquidez e variável de tamanho.

2.3.1 O ROE

De acordo Assaf Neto e Lima (2017) com o retorno sobre o patrimônio líquido ou capital próprio (ROE) é um índice que mensura o quanto os acionistas adquirem de retorno dos recursos investidos na empresa, a fórmula para seu cálculo consiste na relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido:

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

Em concordância com Assaf Neto e Lima (2017), Silva (2013) argumenta que “o ROE sinaliza o prêmio que os investidores das empresas

recebem em relação aos recursos que foram aplicados, uma espécie de recompensa pelo risco do negócio". O autor defende ainda que os índices de retorno auxiliam na elucidação da saúde financeira das empresas pois eles indicam a capacidade de geração de lucros. Ainda segundo Silva (2013), *"o ROE é valido como medida de desempenho da empresa, pois envolve três outros índices em sua decomposição: o giro de ativo, a margem líquida e o efeito de alavancagem financeira"*.

Resumidamente, o retorno sobre o capital próprio (ROE) mede o desempenho da empresa em relação ao capital investido pelos acionistas. Quanto maior o retorno sobre o capital próprio melhor para os acionistas. O retorno sobre capital próprio (ROE) é encontrado pelo quociente entre o lucro disponível para os acionistas ordinários e o patrimônio líquido dos acionistas ordinários.

2.3.2 O ROA

O retorno sobre o ativo total (ROA), também chamado de retorno sobre o investimento é um índice de desempenho operacional que tem como função expressar à capacidade dos ativos de gerar lucro. Considera-se que quando maior o retorno sobre o ativo total (ROA), melhor é a performance da empresa. Esse indicador pode ser encontrado pelo quociente entre o lucro disponível para os acionistas ordinários e o ativo total.

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

Considerando a importância desse indicador para a mensuração da performance das empresas, muitos são os autores que discorrem a respeito do mesmo. Silva (2013), pontua que *"o ROA é um índice que aponta a lucratividade da empresa em relação aos seus investimentos totais"*. De acordo com Santos et al. (2019), esse indicador de desempenho utilizado com ferramenta auxílio possibilita a verificação e comparação da evolução das empresas em relação ao mercado. Corroborando com essa visão, Assaf Neto (2017) argumenta que *"o ROA como índice de retorno sobre ativos é um dos mais importantes indicadores de rentabilidade já que este mede a partir de seus ativos a eficiência operacional da empresa em gerar lucros"*.

Devido a sua importância como balizador de performance, este indicador de rentabilidade já foi amplamente utilizado em estudos para analisar o desempenho e valor da empresa em relação à Governança Corporativa (CATAPAN e COLAUTO, 2014; SANTOS et al. 2019; TAVARES e PENEDO, 2018).

2.3.3 Variável de Alavancagem

“A variável Alavancagem pode ser entendida como o grau de endividamento que as empresas têm junto a credores. Nessa perspectiva, guardadas as considerações sobre a estrutura de capital, pode-se adotar a perspectiva dos resultados da pesquisa de Damasceno, Artes e Minardi (2008). A variável Alavancagem difere, por sua vez, da variável Estrutura de Capital somente no fato de que esta última considera apenas o longo prazo.

$$\text{Variável de alavancagem} = \frac{\text{Endividamento total}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

Esse índice informa a participação do endividamento total da empresa que é obtido pela soma dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo do balanço patrimonial da empresa pelo patrimônio líquido total. Ele mede a dependência da empresa junto a instituições financeiras em relação ao capital investido pelos acionistas.

Deste modo, empresas com uma maior proporção de capital de terceiros em sua estrutura de capitais estariam mais propensas a se tornarem inadimplentes e, portanto, com maiores custos para manter tal estrutura.

2.3.4 Variável de Liquidez

Essa variável indica qual o valor com liquidez imediata em relação ao ativo total das empresas, demonstrando o percentual do valor disponível em caixa ou de forma equivalente em relação aos ativos das empresas.

$$\text{Variável de Liquidez} = \frac{\text{Caixa}}{\text{Ativo total} - \text{Caixa}}$$

2.3.5 Variável de Tamanho

Sobre o tamanho da empresa, Claessens et al. (1999) argumentam que “a disposição de recursos para honrar compromissos financeiros é maior em empresas de grande porte do que em empresas de médio e

pequeno porte”. No contexto de empresas listadas em bolsa de valores, esta diferença justifica a expectativa dessa variável em relação ao custo da dívida.

$$\text{Variável de Tamanho} = \ln(\text{Ativo Total})$$

A variável de tamanho é considerada no estudo, devido a sua capacidade de mensurar se o tamanho das empresas do estudo afeta em relação a suas capacidades de enfrentar crises.

2.4. Crises Financeiras

Crises de proporção global tem se tornado mais frequentes devido aos avanços da tecnologia, globalização e maior dependência financeira econômica entre os países. Desde 1929, quando uma das mais conhecidas crises financeiras ocorreu, pelo menos quatro outras crises globais tiveram grande impacto nas maiores economias do mundo.

Devido à interligação das economias em função do avanço tecnológico, comunicações facilitadas e ausência de barreiras alfandegárias, a exposição de um país a um fenômeno de desaceleração econômico-financeira de outro país aumentou potencialmente

As enormes quedas das bolsas de valores de 1929 (Grande Depressão), 1987 (Crise da Dívida América Latina) e 2008 (Subprime) ; são exemplos desses fenômenos associados a uma série de fatores que geraram crises no espectro global, como à falta de regulamentação, conjuntura adversa e expansão exagerada no período imediatamente anterior .Entretanto, a perda de confiança na capacidade do mercado de manter ou recuperar o equilíbrio é comum a todos esses períodos, pois em todos ocorreu desconfiança no mercado gerando retração econômica.

“Uma crise financeira é uma forte e rápida perda de riqueza e substância social, política e institucional em uma economia, manifestada pelo colapso dos preços dos ativos, recessão e desemprego, gerando ameaça à estabilidade da moeda e do sistema bancário”. (Pinheiro, 2008).

2.4.1 Pandemia Covid-19

A pandemia criou uma série de incerteza de âmbito mundial. Pela primeira vez no século 21, o mercado financeiro se deparou com incertezas

macroeconômicas que afetaram instantaneamente todos os mercados de forma singular e imprevisível.

Devido aos receios e desconfiças geradas no mercado, muitos foram os feitos sentidos nas economias globais. Segundo a OMS (2021) “o termo pandemia refere-se à propagação de uma doença geralmente infecciosa, entre países e continentes”. No curto e médio prazo ocorreu a massiva quebra de pequenas e média empresas, mesmo grandes corporações internacionais e, especialmente, aquelas ligadas ao transporte aéreo, marítimo, turismo e serviços enfrentaram problemas financeiros graves devido as incertezas e poucas perspectivas de recuperação econômica.

Segundo Zhang, Hu e Ji (2020), desde que o novo coronavírus foi descoberto, os riscos do mercado financeiro global apresentaram uma forte associação positiva com a pandemia e com o nível de gravidade do surto em cada país. Eles constataram que nos primeiros dias de disseminação da pandemia, entre 30 de janeiro e 27 de março, houve um crescimento generalizado dos níveis de volatilidade das bolsas internacionais. Resumidamente que a aversão ao risco cresceu de modo uniforme nos centros do mercado acionário mundial, uma situação inédita em relação a crises mundiais anteriores.

“Ao longo da história da humanidade, as sociedades econômicas têm experienciado crises de várias naturezas, dentre essas crises têm em comum o potencial devastador individual, social, econômico e natural, como o colapso de empresas e indústrias, perdas massivas de empregos, precariedade e danos naturais” (Wenzel, Stanske, & Lieberman, 2020).

“A crise causada pandemia da mutação do coronavírus que foi nomeada de como COVID-19 exigiu dos governos medidas severas de isolamento social numa escala global nunca antes presenciada no século XXI, que consequentemente ameaçaram a sobrevivência financeira das empresas em todo o mundo. Dentre os diversos setores afetados pela pandemia , destacam-se: o setor aéreo, varejo, turismo, esportes e eventos”.(Krishnamurthy, 2020).

Segundo Rameli e Wagner (2020), a emergência da Covid-19 influenciou o preço dos ativos financeiros em diversos países, tendo como determinante o seu perfil territorial de incidência. Inicialmente a China e depois na Europa e nos Estados Unidos, mas sempre repercutindo seus efeitos para outras nações. Além disso, os mesmos afirmaram que advento da Covid-19 e a sua elevação ao estágio de pandemia trouxe prejuízos para, praticamente, todos os setores da economia, porém, os serviços ao consumidor sofreram grandes perdas, enquanto varejistas de alimentos e produtos básicos obtiveram resultados diferentes.

No Brasil, dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2020) sobre o impacto da Covid-19 apontam que: *“Em 2020, até a segunda quinzena de agosto, 47,6% das empresas haviam tido dificuldades de acesso aos fornecedores de insumos e matéria-prima, prejudicando consideravelmente suas atividades”*. Além disso o mesmo órgão informou que *“44,9% das empresas tiveram dificuldade de honrar seus compromissos financeiros relativos aos pagamentos de tributos, fornecedores, salários, aluguéis e energia elétrica”*.

O FMI publicou em 2020, uma perspectiva de crescimento econômico durante a pandemia que ilustra o impacto ocasionado pela pandemia do coronavírus e a perspectiva de crescimento esperada para 2021, ilustra a situação econômica global que estava sendo enfrentada no período.

Tabela 2: Previsão econômica do FMI para 2020

Países	Crescimento econômico em 2020	Crescimento econômico esperado em 2021
EUA	- 8.0	4.5
Alemanha	- 7.8	5.4
França	- 12.5	7.3
Itália	- 12.8	6.3
Espanha	- 12.8	6.3
Japão	- 5.8	2.4
Grã-Bretanha	- 10.2	6.3
Canadá	- 8.4	4.9
China	1.0	8.2
Índia	- 4.5	6.0
Brasil	- 9.1	3.6

3. Método de Pesquisa

Trata-se de uma pesquisa quantitativa com uso da estatística descritiva de cunho empírico-analítico. A técnica estatística utilizada para esse estudo foi Painel de Dados com efeito fixo de empresa por meio do software R.

De acordo com Marques (2000), a principal vantagem da utilização de modelos de dados em painel refere-se ao controle da heterogeneidade individual que é constante ao longo do tempo, ou seja, a capacidade de medir de forma separada os efeitos gerados por conta de diferenças existentes entre cada observação analisada. Adicionalmente, esse modelo também permite avaliar a evolução dos indicadores (variáveis) para uma dada empresa ao longo do tempo.

Gujarati (2006) corrobora com essa visão, ao informar que os dados em painel possuem uma dimensão espacial e outra temporal. Devido a esse fator é possível estudar modelos mais complexos e detectar e medir efeitos de uma forma mais eficiente do que quando a observação é feita por meio de corte transversal puro ou série temporal pura.

Para a metodologia em dados em painel existem muitos modelos diferentes que podem ser aplicados para estudo de dados e suas relações. A diferença principal entre eles, segundo Greene (2007), é a existência de efeitos fixos ou aleatórios.

No estudo, foi considerado o teste t com o nível de significância de 0,05, como objetivo testar se o nível de governança impacta o desempenho dos indicadores financeiros selecionados para serem avaliados ao longo dos testes.

Além disso, esta pesquisa teve como objetivo validar se o nível de governança corporativa pode ser um fator que impacte na redução dos riscos das empresas em situações adversas do mercado envolvendo a ocorrência de eventos não previstos, como a pandemia causada pela corona vírus. Como amostra, utilizou-se os dados de empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2017 a 2020.

O critério de seleção da amostra foi identificação das informações consideradas como suficientes para a mensuração das variáveis de pesquisa, as quais totalizam 211 empresas classificadas pelo grau de governança apurado em 2020. A fonte das informações para elaboração da base de dados da pesquisa foi extraída da Harvard Dataverse® no dataset de Marcelo Perlin¹. Na sequência são apresentadas as proxies de Governança Corporativa utilizadas, as variáveis de pesquisa, assim como as hipóteses elaboradas e os modelos estatísticos que auxiliam o exame das hipóteses propostas.

3.1. Amostra

A população selecionada consistiu em todas as empresas disponibilizadas no dataset listadas na B3 independentemente do nível de governança no período de 2017 a 2020 a partir das demonstrações contábeis consolidadas em 31 de dezembro de cada ano. Objetivando análises mais assertivas, foram desconsideradas da amostra empresas que apresentaram resultados anormais frente a média das demais de forma manual por meio de seleção das mesmas no banco de dados. Com isso, empresas onde o patrimônio líquido ou lucro líquido apresentaram valor negativo no período analisado foram desconsideradas da amostra. Além disso, também foram retiradas desse estudo empresas onde os dados demonstrassem alguma incongruência e onde os indicadores analisados fossem nulos ou inexistentes.

Para tratamento dos outliers², o campo da matemática e estatística recomenda a adoção da técnica de Winsorização, que consiste em aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição. Entretanto, para fins de simplificação do estudo, optou-se por seguir com a higienização apenas manual dos outliers, não sendo adotada nenhuma técnica formal de remoção e tratamento.

¹ <https://dataverse.harvard.edu/dataset.xhtml?persistentId=doi:10.7910/DVN/7VXX4J>

² Outliers: Dados fora da normalidade que afetam negativamente a análise estatística e o entendimento das informações sendo recomendado detectá-los e removê-los.

Com isso, a amostra resultou na seleção de 211 empresas com a abertura por nível governança, conforme demonstrado na tabela 3.

Tabela 3: Amostra por Nível de Governança

Nível de Governança	Qnt Empresas
NM	121
N1	24
N2	17
MA	11
N/A	38
Total Geral	211

Saliente-se que desse total de empresas nem todas dispunham de informações financeiras para todos os anos do período (painel desbalanceado), a exemplo de empresas que ainda não eram listadas em determinados anos e empresas que deixaram de ser classificadas ao longo do período da análise. A tabela 4 lista as empresas integrantes da amostra.

3.2. Variáveis da Pesquisa

A tabela 4 resume os indicadores utilizados no estudo, de acordo com sua fundamentação teórica, demonstrando a fórmula de operacionalização de cada variável conforme anteriormente evidenciado.

Tabela 4: Resumo de Indicadores Financeiros

Indicadores	Descrição	Fórmula	Variável
ROE	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido	$\text{Lucro após IR} \times 100 / \text{Patrimônio líquido}$	Interesse
ROA	Retorno sobre ativos	$\text{Lucro líquido} \times 100 / \text{Vendas líquidas}$	Interesse
Alavancagem	Indicador de endividamento	$\text{Endividamento total} / \text{PL}$	Dependente
Liquidez	Indicador de disponibilidade financeira	$\text{Caixa total} / (\text{Ativo total} - \text{caixa})$	Dependente
Tamanho	Indicador de dimensão	$\text{Ln}(\text{Ativo total})$	Dependente
b1	Binária para classificar NM	$\text{NM} = 1$	Controle
b2	Binária para classificar NM e N2	$\text{NM} = 1 \text{ ou } \text{N2} = 1$	Controle

Esses indicadores foram selecionados com o intuito de ao longo dos testes estatísticos trazer um maior número de informações relacionada ao desempenho financeiro das empresas em relação ao seu nível de governança. Os indicadores ROE e ROA foram selecionados devido sua utilização como balizados de desempenho financeiro em relação ao retorno aos investidores. As variáveis de alavancagem e liquidez foram escolhidas devido a capacidade de entendimento da saúde financeira da empresa em relação a seu endividamento e disponibilidades de caixa. Por fim, a variável de tamanho tem como objetivo classificar o porte da empresa em relação

ao retorno e capacidade de suportar situações de crise devido ao acesso a possibilidades de crédito diferenciadas.

4. Resultados

Por meio de análises de correlação e de regressão, a presente pesquisa buscou analisar quais são os efeitos do nível de governança corporativa sobre os indicadores rentabilidade, na tentativa de encontrar relações entre a capacidade das empresas de se manter rentável em momentos de crise e situações adversa do mercado. Para a realização desta proposta de estudo, foi utilizado o modelo de painel de dados ordenado a partir do efeito fixo, por entender que esse método era mais adequado considerando a quantidade de variáveis analisadas.

4.1. Estatísticas Descritivas

As evidências estatísticas descritivas das variáveis são importantes para informar as medidas de posição e dispersão dos dados que serão testadas nos modelos.

Tabela 5: Estatística descritiva da amostra por ano

	Ano	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio padrão	Número de Observações
ROE	2020	0,70	599,30	23,34	14,40	49,29	174
ROA	2020	0,26	27,00	6,21	5,18	4,64	174
Alavancagem	2020	0,00	1.631,95	99,92	42,74	189,98	174
Liquidez	2020	0,00	7,20	0,18	0,09	0,57	174
Tamanho	2020	4,66	8,99	6,75	6,69	0,77	174
b1	2020	-	1,00	0,60	1,00	0,49	174
b2	2020	-	1,00	0,67	1,00	0,47	174
ROE	2019	0,20	268,54	21,58	13,25	34,18	190
ROA	2019	0,09	58,99	6,01	4,60	6,37	190
Alavancagem	2019	0,03	989,23	82,67	42,53	115,06	190
Liquidez	2019	0,00	0,86	0,09	0,06	0,11	190
Tamanho	2019	4,77	9,16	6,78	6,72	0,78	190
b1	2019	-	1,00	0,60	1,00	0,49	190
b2	2019	-	1,00	0,68	1,00	0,47	190
ROE	2018	0,12	193,08	17,53	13,12	20,59	169
ROA	2018	0,06	20,74	5,35	4,44	4,06	169
Alavancagem	2018	0,00	814,94	73,76	37,85	104,36	169
Liquidez	2018	0,00	0,42	0,07	0,05	0,08	169
Tamanho	2018	5,04	9,15	6,78	6,72	0,80	169
b1	2018	-	1,00	0,59	1,00	0,49	169
b2	2018	-	1,00	0,67	1,00	0,47	169
ROE	2017	0,14	917,59	24,95	12,79	91,78	146
ROA	2017	0,05	28,17	5,33	4,35	4,76	146
Alavancagem	2017	0,01	1.350,62	72,68	37,28	141,48	146
Liquidez	2017	0,00	0,42	0,09	0,07	0,08	146
Tamanho	2017	4,97	9,13	6,78	6,71	0,78	146
b1	2017	-	1,00	0,63	1,00	0,48	146
b2	2017	-	1,00	0,71	1,00	0,46	146

Nota: A tabela 5 demonstra a estatística para descrever a amostra considerada no estudo classificada por ano de acordo com os indicadores selecionados.

Na Tabela 5 são fornecidas informações referentes aos resultados descritivos das estatísticas relacionadas às seguintes medidas: Mínimo, Máximo, Média, Mediana e Desvio Padrão. Os resultados evidenciados fazem referência à variável dependente e às variáveis independentes da pesquisa. Além disso, pela classificação por ano torna-se possível analisar se a variação de indicadores foi uniforme no período selecionado para o estudo.

Com isso, a partir da validação da tabela 5 é possível inferir que a média do ROE apresentou os melhores resultados no ano de 2017 (24,95), 2020 (23,34) e 2019 (21,58). O Desvio padrão seguiu a mesma tendência para esse indicador. Em relação ao indicador ROA, a mediana e o desvio padrão apresentaram pouca oscilação em relação no período analisado.

Ressalta-se que estas estatísticas examinam a amostra de forma agregada e, portanto, sem fazer recortes ou subdivisões para a amostra nos períodos e nem eliminação de outliers.

A tabela 6 apresenta a estatística descritiva das variáveis de pesquisa pela segregação pelo nível de governança. O objetivo dessa nova quebra, foi de detalhar a partir do nível de governança as estatísticas descritivas dos dados para um melhor entendimento das variáveis.

Tabela 6: Estatística descritiva da amostra por nível de governança

	Governança	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão	Número de Observações
ROE	NM	0,12	255,79	18,37	13,10	22,62	410
ROA	NM	0,06	32,94	5,63	4,72	4,71	410
Alavancagem	NM	0,01	1053,31	84,98	44,69	121,32	410
Liquidez	NM	0,00	1,41	0,10	0,07	0,14	410
Tamanho	NM	5,20	9,16	6,78	6,73	0,67	410
b1	NM	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	410
b2	NM	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	410
ROE	N2	0,14	599,30	31,98	14,01	86,26	53
ROA	N2	0,05	25,25	5,57	3,63	5,40	53
Alavancagem	N2	0,04	1631,95	106,46	41,57	236,23	53
Liquidez	N2	0,00	0,33	0,09	0,06	0,09	53
Tamanho	N2	5,55	8,99	7,04	7,06	0,80	53
b1	N2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	53
b2	N2	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	53
ROE	N1	1,76	63,28	16,29	14,34	12,62	80
ROA	N1	0,30	20,56	5,93	4,74	4,37	80
Alavancagem	N1	0,00	1021,20	49,12	20,76	119,43	80
Liquidez	N1	0,00	0,42	0,08	0,05	0,09	80
Tamanho	N1	5,10	9,14	7,12	7,20	0,78	80
b1	N1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	80
b2	N1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	80
ROE	MA	2,72	268,54	30,10	14,16	55,88	32
ROA	MA	0,81	58,99	8,31	6,01	10,45	32
Alavancagem	MA	0,02	395,08	61,24	30,37	87,48	32
Liquidez	MA	0,01	0,48	0,13	0,10	0,11	32
Tamanho	MA	4,77	8,10	6,32	5,99	1,08	32
b1	MA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	32
b2	MA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	32
ROE	NA	0,41	917,59	31,44	13,36	108,33	104
ROA	NA	0,15	21,30	5,37	4,61	4,21	104
Alavancagem	NA	0,00	1350,62	94,20	40,70	174,09	104
Liquidez	NA	0,00	7,20	0,16	0,05	0,70	104
Tamanho	NA	4,66	8,88	6,47	6,38	0,92	104
b1	NA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	104
b2	NA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	104

Nota: A tabela demonstra a estatística básica do estudo de acordo com a classificação da governança das empresas analisadas.

Pode-se visualizar na tabela 6, que os indicadores de retorno aos acionistas (ROE e ROA) são maiores na média nas empresas com algum grau atribuído de nível de governança. A Variável de tamanho também demonstrou uma menor dispersão para as empresas com nível de governança maior.

A tabela 6 apresenta a estatística descritiva das variáveis de pesquisa que tem o objetivo primordial de demonstrar medidas de dispersão e tendência central das variáveis. A partir da análise da Correlação, verificou-

se a partir da separação entre modelos a significância estatística para as variáveis de rentabilidade ROE e ROA.

Tabela 7: Matriz de correlação entre os indicadores

	ROE	ROA	Alavancagem	Liquidez	Tamanho
ROE	1				
ROA	0,3416	1			
Alavancagem	0,4560	-0,0169	1		
Liquidez	-0,0203	0,0241	-0,0101	1	
Tamanho	-0,1058	-0,1862	-0,0974	-0,0688	1

Na matriz de correlação, tabela 7, feita considerando todas as empresas independente do ano e do nível de governança. A correlações entre todas a variáveis da pesquisa foram baixas. O indicador ROE teve uma correlação significativamente positiva em relação ao ROA (0,3416) e a Variável de Alavancagem (0,4560). Entretanto, uma correlação negativa foi encontrada para as variáveis de Liquidez (-0,0203) e Tamanho (-0,1058) com uma significância menor. Para o indicador ROA, a matriz de correlação se mostrou positiva em relação a variável de liquidez (0,0241) e negativa em relação a alavancagem (-0,0169) e tamanho (-0,1862). A variável alavancagem obteve uma correlação negativa em relação a variável Liquidez (-0,0100) e Tamanho (-0,0974). Por fim, uma correlação negativa foi apurada para a variável liquidez em relação tamanho (-0,0688).

Como conclusão geral, as evidências sugerem que os indicadores de retorno aos acionistas tiveram uma correlação positiva entre eles, demonstrando que tanto o indicador ROA como o ROE estão amplamente associados e que apresentam as mesmas tendências. Concomitantemente, ambos os indicadores apresentaram correlações negativas em relação a variável tamanho, demonstrado que ele afeta no retorno aos acionistas devido a maturidade atribuída a empresas com um maior porte. Além disso, a matriz também trouxe ao estudo que para o indicador ROE existe uma correlação positiva em relação a variável alavancagem e que o indicador ROA apresenta uma correlação positiva quando considerado com a variável de liquidez.

Objetivando expandir o campo de análise, comparativamente a outros trabalhos, buscou-se um detalhamento mais aprofundado dos efeitos da

governança corporativa para momentos de crise financeira, utilizando os dados de antes e durante a pandemia de covid-19. Com base nos níveis de governança da B3, utilizou-se a análise estatística desses dados para corroborar com a ideia de que um alto grau de governança reduz os riscos associados as empresas perante o mercado de atuação. Assim, dentre as principais contribuições deste estudo, podem ser destacadas a metodologia para a estimação das variáveis de governança corporativa, que considerou a segregação entre maiores e menores graus de governança, e, a utilização de um método de seleção de variável, que possibilitou a validação do retorno financeiro nos períodos selecionados.

4.2. Resultados das regressões com dados em painel

Para validar se a premissa de que os maiores nível de governança corporativa estabelecidos pelo B3 trazem algum tipo de efeito em relação a cenários de crise, foram delineados três modelos de regressão pela metodologia de efeito fixo através da estatística de dados em painel. Como a metodologia aplicada aos modelos se manteve única, para que se possa elucidar a pesquisa e trazer dados estatísticos que corroborem os indicadores selecionados.

Tabela 8: Resultado painel de dados modelo 1

Modelo 1	Mínimo	1ª Quartil	Mediana	3ª Quartil	Máximo
Resíduos	-26.908	-1.134	0.000	1.009	26.908

Coefficientes	Estimativa	Desvio padrão	Estatística-t
Var. tamanho	0,5098237	1,1326524	0,4501
Var. liquidez	-3,0738671	2,3786012	-1,2923
Var. alavancagem	0,0019364	0,0023951	0,8085

Total Quadrado:	5152.4
R-quadrado:	0,0058118
R-quadrado ajustado:	-0,58602
Estatística F:	0,828153
P-valor:	0,47889

Fórmula R Studio: (roa ~ tamanho + liquidez + alavancagem, data = datapanel, model = "within")

Nota: A tabela demonstra os resultados do teste no do R Studio utilizando a metodologia de regressão em painel utilizando o efeito fixo para testar a amostra das 211 empresas utilizadas no estudo.

No modelo 1, a base de dados foi utilizada por completo e aplicando o modelo de regressão de Dados em Painel através do R Studio, se obtiveram os resultados demonstrados na tabela 8.

A partir da análise dos resultados demonstrados na tabela 8, notou-se que o modelo 1 não foi significativo frente ao p-valor (0,47889) apurado, do R² ter apresentado um valor muito baixo (0,0058) e considerando que todos os coeficientes do modelo não foram significativos (p-valor > 0,05). Analisando as variáveis independente da não significância, é possível inferir que para o indicador ROA existe uma relação positiva entre tamanho e uma menor relação entre a alavancagem (0,0019). A respeito do indicador liquidez, nesse modelo, foi apurada uma relação negativa com um beta elevado (-3,0739).

Tabela 9: Resultado painel de dados modelo 2

Modelo 2	Mínimo	1ª Quartil	Mediana	3ª Quartil	Máximo
Resíduos	-7.550	-3.252	-0,992	1.926	50.582

Coeficientes	Estimativa	Desvio padrão	Estatística-t
(Intercepto)	14,287193	1,722186	8,296000
Var. tamanho	-1,2259920	0,2477480	-4,949
Var. liquidez	0,1734450	0,6435430	0,2700
Var. alavancagem	-0,0012500	0,0013670	-0,9140
b1	-0,2478600	0,3932690	-0,6300

R-quadrado múltiplo	0,03661
R-quadrado ajustado:	0,03089
Estatística F:	6,4030
P-valor:	0,0464

Fórmula R Studio: (roa ~ tamanho + liquidez + alavancagem+b1, data = data)

Nota: A tabela demonstra os resultados do teste no do R Studio utilizando a metodologia de regressão em painel utilizando o efeito fixo para testar a amostra das 211 empresas utilizadas no estudo. Os resultados da binária B1, tem como objetivo destacar as empresas do estudo classificadas como NM (Maior nível de governança da B3).

No modelo 2, para que pudesse entender a correlação entre o nível de governança Novo Mercado (NM) utilizou-se um filtro binário que indicava as empresas classificadas como NM para que se pudesse avaliar os resultados e encontrar as diferenças entre o retorno das demais classificações.

A partir da análise da tabela 9, a correlação do modelo 2 se mostrou significativa porque o p-valor do teste (0,0464) foi menor que 5%, porém o R² foi baixo (0,03). Considerando esses fatores, o modelo tende a explicar pouco a variação nos indicadores selecionados. O intercepto (0,0000) e a variável Tamanho (0,0000) se mostraram significativos no modelo 2 devido o p-valor ser maior que 5%. Na análise dos indicadores, a maior relação foi

encontrada na variável liquidez (0,1734), entretanto se identificou uma relação negativa entre tamanho (-1,2260) e alavancagem (-0,2479). O filtro binário b1 (-0,2478), que seleciona apenas empresas NM, teve uma relação identificada como negativa em relação ao ROA.

Este modelo foi significativo (p-valor do teste F = 0,0000643) porém o R² foi muito baixo (0,03) logo explica muito pouco da variação dos dados. Somente o intercepto (valor médio do ROA do o Tamanho é igual a zero) e a variável Tamanho foram significativas (p-valor < 0,05). As outras não foram úteis ao modelo.

Tabela 10: Resultado painel de dados modelo 3

Modelo 3	Mínimo	1ª Quartil	Mediana	3ª Quartil	Máximo
Resíduos	-7,534	-3,259	-1,006	1,926	50,602

Coeficientes	Estimativa	Desvio padrão	Estatística-t
(Intercept)	14,232609	1,716297	8,293000
Var. tamanho	-1,218879	0,248500	-4,9050
Var. liquidez	0,172568	0,643729	0,2680
Var. alavancagem	-0,001229	0,001369	-0,8970
b2	-0,212511	0,414797	-0,5120

R-quadrado múltiplo	0,03641
R-quadrado ajustado:	0,0307
Estatística F:	6,3680
P-valor:	0,04943

Fórmula: (roa ~ tamanho + liquidez + alavancagem+b2, data = data)

Nota: A tabela demonstra os resultados do teste no do R Studio utilizando a metodologia de regressão em painel utilizando o efeito fixo para testar a amostra das 211 empresas. Os resultados da binária B2, tem como objetivo destacar as empresas do estudo classificadas como NM e N1 (maiores classificações de governança da B3).

No modelo 3, para que pudesse entender a correlação entre o nível de governança NM e N1, utilizou-se novamente a técnica de filtro binário (b2) para que se pudesse avaliar os resultados dos níveis mais altos de governança frente as demais empresas. Os resultados do modelo 3, foram similares aos encontrados ao modelo 2. A maior correlação foi encontrada na variável liquidez (0,1726), entretanto se identificou novamente uma correlação negativa entre tamanho (-1,2189), alavancagem (-0,001) e o filtro binário identificado como b2 (-0,2125). O teste de diagnósticos de painel apresentou para o modelo 2 um valor inferior mas próximo ao nível de significância de 0,05.

5. Considerações finais

O objetivo desta pesquisa foi de testar, analisando os resultados das empresas listadas na B3 no período de 2017 a 2020 onde o último ano foi marcado pela crise ocasionada pela pandemia do Covid-19, se a adoção das boas práticas de governança corporativa pelas empresas reduz os riscos associados a períodos de crise em relação as empresas de capital aberto que não aderiram as boas práticas parametrizadas no Brasil. Utilizando a correlação entre os indicadores financeiros (ROE e ROA) e de variáveis financeiras (alavancagem, liquidez e tamanho) esse estudo teve como objetivo colaborar com as pesquisas já realizadas em relação aos benefícios encontrados na adoção da governança corporativa pelas empresas.

O resultado obtido evidenciou que não há uma relação direta percebida entre valor de mercado das empresas e nível de governança adotado, ao evidenciar por meio dos testes executados no modelo 1, modelo 2 (utilizando a variável binária b1) e modelo 3 (utilizando a variável binária b2) que a adoção das boas práticas de governança corporativa não possui correlação significativa em relação aos indicadores de retorno financeiro adotados nesse estudo. Este resultado ilustrou que mesmo considerando os níveis de governança mais elados (NM e N1) que poderiam ser adotados pelas empresas, não ocorreu correlação positiva entre os riscos associados a situação da pandemia do covid-19 e maior o valor de mercado das empresas. A partir dos resultados de correlação encontrados nos modelos 2 e 3 em relação as binárias b1 e b2 respectivamente, não foi encontrado uma relação significativa positiva que pudesse indicar benefícios financeiros na adoção das práticas de governança, observando-se apenas uma relação positiva para a variável liquidez a partir dos resultados do modelo 1 e 2.

Sabendo que a principal motivação dessa pesquisa consistia em testar estatisticamente qual a relação do nível de governança corporativa em relação a redução de riscos associados em momentos de crise, utilizando a comparação dos indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto; a partir do resultados dos modelos testados não foi verificada relação positiva significativa entre a

adoção de práticas de governança corporativa com o desempenho econômico-financeiro do período analisado.

Com isso, este estudo demonstrou a partir dos modelos testados que não ocorreu relação significativa no período de crise financeira analisado, indicando que a governança corporativa no ambiente empresarial não foi considerada como fator fundamental na redução dos riscos associado e que a mesma não influenciou significativamente o retorno econômico-financeiro das empresas nesse período. Este artigo não teve a intenção de esgotar as pesquisas que demonstrem a relação entre a adoção da governança e o desempenho financeiro, mas de abrir caminho para outras pesquisas devido às limitações como fatores externos, poucos dados envolvendo a período pós pandemia e de difícil controle, que podem ter afetado o resultado pela definição do período, entre outros.

Neste sentido, reforça-se a necessidade de estudos futuros, dos quais recomenda-se: replicar a metodologia em uma amostra com um maior número de anos; cruzar outros períodos de crise financeira; utilizar métodos e testes diferenciados, dividir a amostra em setores e realizar análises por setores mais afetados; e, elaborar um novo instrumento de recolha de dados, uma vez que o mercado é dinâmico e está sujeito a alterações.

As possíveis explicações para esses indícios contraditórios em relação a adoção das boas práticas de governança durante o período de crise econômica e financeira, de não produzir uma redução significativa nos riscos atrelados, estariam no fato que a governança corporativa brasileira ainda não amadureceu o suficiente para trazer benefícios em níveis de performance, incremento de valor e segurança para as empresas. Outro fator que poderia justificar esse efeito se encontra no fato que os setores mais afetados pela pandemia, devido às restrições em níveis diferenciados, podem ter reduzido os efeitos da governança em relação aos riscos atrelados. Por fim, deveríamos considerar como fator que as limitações envolvendo os efeitos de longo prazo da pandemia podem influenciar o estudo, uma vez que as empresas ainda estão sofrendo restrições governamentais e o mercado de forma global, ainda não teve capacidade de recuperar o nível econômico percebido antes do alastramento do covid-19.

6. Referências bibliográficas

- ABRASCA, Associação Brasileira das Companhias Abertas. Governança Corporativa. A Visão da ABRASCA. 2021. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/abrasca/governanca>. Acesso em: 15 mai. 2021.
- ÁLVARES, E., GIACOMETTI, C., & GUSSO, E. Governança corporativa: um modelo brasileiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2013.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. Fundamentos de Administração Financeira. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- BERNARDINO, F. F., PEIXOTO, F. M., & NASCIMENTO, R. F. (2015). Governança e eficiência em empresas do setor elétrico brasileiro. Revista Pretexto, 16(1), 36-51. DOI: <http://dx.doi.org/10.21714/pretexto.v16i1.2086>
- BIDDLE, G. C.; HILARY, G.; VERDI, R. S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? Journal of Accounting and Economics, v. 48, n. 2–3, p. 112–131, 2009.
- BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3), Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform; Uma publicação do The World Bank Group, 2008; link: http://www.b3.com.br/data/files/2C/46/8A/B7/88337610515A8076AC094EA8/Focus%205_Capitulo%20Novo%20Mercado%20_IFC%202008_.pdf
- BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). Segmentos de listagem. 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm . Acesso em 25 mai. 2020.
- BUSHMAN, R. et al. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. Journal of Accounting and Economics, v. 37, n. 2, p. 167–201, 2004.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa : uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. Contaduría y Administración, v. 59, n. 3, p. 137–164, 2014. <[https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)>. Acesso em 05 mai. 2021.
- CLAESSENS, S. & Fan, J. P. H., Djankov, S., & Lang, L.H.P. (1999). On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. December 9.
- CUTLER, D. M., POTERBA, J. M., & SUMMERS, L. H. (1988). What moves stock prices?. The Journal of Portfolio Management, 15(3), 4-12. <https://doi.org/10.3386/w2538>

DA SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. DE C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. RAC, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763–788, 2008.

DECHOW, P. M.; SCHRAND, C. M. Earnings quality. Research Foundation of CFA Institute, p. 1–160, 2004.

DIDONET, S. R. Orientação para o mercado e eficiência: aplicações no segmento supermercadista. Tese de doutorado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil, 2007. Recuperado de <http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/handle/1843/CSPO-72NJ3P>.

FRANCIS, J.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. Earnings Quality. Journal of Chemical Information and Modeling, v. 4, n. vol. 1, p. 259–340, 2006.

GITMAN, L. J. Princípios de administração financeira. 12. ed. Tradução: Allan Vidigal Hastings; Revisão técnica: Jean Jacques Salim. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GREENE, W. H. Econometric analysis. 6. ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2007.

GUJARATI, D. Econometria Básica. Trad. Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HEALY, P. M. .; PALEPU, K. G. A Review of the Empirical Disclosure Literature. Journal of Chemical Information and Modeling, v. 53, n. December, p. 160, 2001.

HERBERT, S. Dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas. São Paulo: Gente, 2003.

KRISHNAMURTHY, S. (2020). The future of business education: A commentary in the shadow of the Covid-19 pandemic. Journal of Business Research, 117, 1-5.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting Information , Disclosure , and the Cost of Capital. Journal of Accounting Research, v. 45, p. 385–420., 2007.

MARQUES, L. D. Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura. Série Working Papers do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais: fundamentos e técnicas. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). Feverish stock price reactions to COVID-19. Review of Corporate Finance Studies, forthcoming. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3550274>

SANTOS, L. M. S. et al. Differentiated levels of corporate governance: impact on market value and economic and financial performance of enterprises. *Revista Capital Científico - Eletrônica*, v. 17, n. 2, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.5935/2177-4153.20190013>>. Acesso em 05, mai. 2020.

SHIRI, M. M. et al. Corporate Governance and Earning Quality : Evidence from Iran. *Middle-East Journal of Scientific Research*, v. 11, n. 6, p. 702–708, 2012.

SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 1997. LII(2). DOI:10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x

SILVA, E. C. Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, José Pereira. *Análise Financeira das Empresas – 12 edição*. Editora Atlas, 2013.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas*, v. 43, n. 3, p.50-64, 2003.

TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Níveis de Governança Corporativa da B3: Interesse e Desempenho das Empresas – uma Análise por meio de Redes Neurais Artificiais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 21, n. 1, p. 40–62, 2018. Disponível em: . Acesso em 05 jul. 2019.

VENTURA, Ana Flávia da Albuquerque et al. A relação dos níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica. *Revista REUNA, Minas Gerais – MG*, 2012, v. 17, n. 3, p. 73-74, jul. – Set. 2012

VIEIRA, S. P. E A. G. S. T. MENDES Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDES* 11 (22): 103-122, 2004.

WENZEL, M., STANSKE, S., & LIEBERMAN, M. Strategic responses to crisis. *Strategic Management Journal*, 41(Special Issue), 7-18, 2020.

7. Apêndice

Listagem de todas as empresas consideradas no estudo

#	Empresas	NG	#	Empresas	NG	#	Empresas	NG
1	2W ENERGIA S.A.	N/A	72	CTEEP - CIA TRANS. ENER. ELÉTRICA PAULISTA	N1	143	METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	N/A
2	AEGEA SANEAMENTO E PARTICIPAÇÕES S.A.	NM	73	CURY CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	NM	144	MITRE REALTY EMPREENDIMENTOS E PART. S.A.	NM
3	AERIS IND. DE EQUIP. PARA GER. DE ENG. S.A.	N/A	74	CVC BRASIL OPERADORA DE VIAGENS S.A.	NM	145	MONTEIRO ARANHA S.A.	N/A
4	AES TIETE ENERGIA SA	NM	75	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	NM	146	MOSAICO TECNOLOGIA AO CONSUMIDOR S.A.	NM
5	ALGAR TELECOM S/A	NM	76	DASS NORDESTE ARTIGOS ESPORTIVOS S.A	NM	147	MOURA DUBEUX ENGENHARIA S/A	NM
6	ALIANSC E SONAE SHOPPING CENTERS S.A.	NM	77	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	N/A	148	MOVIDA PARTICIPACOES SA	NM
7	ALLIED TECNOLOGIA S.A.	NM	78	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	N2	149	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	NM
8	ALPARGATAS S.A.	N1	79	DOHLER S.A.	NM	150	MULTINER S/A	N/A
9	ALUPAR INVESTIMENTO S/A	N2	80	DURATEX S.A.	NM	151	MULTIPLAN - EMPREEN IMOBILIARIOS S.A.	N2
10	AMBEV S.A.	MA	81	ECORODOVIAS CONCESSÕES E SERVIÇOS S.A.	NM	152	NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	NM
11	AMBIPAR PARTICIPAÇÕES EMPREENDIMIENTOS S.A.	N/A	82	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	NM	153	NATURA & CO HOLDING S.A.	NM
12	ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.	NM	83	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	NM	154	NATURA COSMETICOS S.A.	NM
13	ANIMA HOLDING S.A.	NM	84	ELDORADO BRASIL CELULOSE S.A.	NM	155	NEOENERGIA S.A.	NM
14	AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	NM	85	ELECTRO ACO ALTONA S.A.	N/A	156	NEOGRID PARTICIPAÇÕES S.A.	MA
15	ARTERIS S.A.	NM	86	ELETROMIDIA S.A.	NM	157	NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	MA
16	ATACADÃO S.A.	NM	87	ELFA MEDICAMENTOS S.A.	NM	158	OCEANPACT SERVIÇOS MARITIMOS S.A.	NM
17	B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO	NM	88	EMBRAX S.A.	NM	159	OMEGA GERAÇÃO S.A.	NM
18	BAUMER S.A.	N/A	89	ENERGISA S.A.	N2	160	ORIZON VALORIZAÇÃO DE RESÍDUOS S.A.	N/A
19	BBM LOGÍSTICA S.A.	NM	90	ENERGISA TRANSMISSÃO DE ENERGIA S/A	N2	161	PACAEMBU CONSTRUTORA S.A.	NM
20	BCBF PARTICIPAÇÕES S.A.	NM	91	ENEVA S.A	NM	162	PANATLANTICA S.A.	N1
21	BCO ABC BRASIL S.A.	N2	92	ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	NM	163	PATRIMAR ENGENHARIA S.A.	N/A
22	BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	N1	93	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	NM	164	PBG S/A	NM
23	BCO BRADESCO S.A.	N1	94	EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	N1	165	PETRO RIO S.A.	NM
24	BCO BRASIL S.A.	NM	95	FIBRIA CELULOSE S.A.	N/A	166	PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A	NM
25	BCO DAYCOVAL S.A.	N2	96	FLEURY S.A.	NM	167	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	N2
26	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	N1	97	FLEX GESTÃO DE RELACIONAMENTOS S.A.	MA	168	PRÁTICA KLIMAQUIP INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A	N/A
27	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	N/A	98	FRAS-LE S.A.	N1	169	QUALICORP CONSULT. CORRETORA DE SEG. S.A.	NM
28	BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSES. A RESTAURANTES SA	NM	99	GPC PARTICIPACOES S.A.	NM	170	RAIA DROGASIL S.A.	NM
29	BLAU FARMACÊUTICA S.A.	N/A	100	GRANBIO INVESTIMENTOS S.A.	N/A	171	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	N1
30	BOA VISTA SERVIÇOS S.A.	NM	101	GRENDENE S.A.	NM	172	REDE D'OR SÃO LUIZ S.A.	NM
31	BR PROPERTIES S.A.	NM	102	GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.	N2	173	REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	N1
32	BRADESPAR S.A.	N1	103	HAPVIDA PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.	NM	174	RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES S.A.	NM
33	BRASKEM S.A.	N1	104	HBR REALTY EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	N/A	175	RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.	NM
34	BRK AMBIENTAL PARTICIPAÇÕES S.A.	N/A	105	HIDROVIAS DO BRASIL S.A.	NM	176	SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	NM
35	BRQ SOLUCOES EM INFORMATICA S.A.	MA	106	HYPERA S.A.	NM	177	SBF COMÉRCIO DE PRODUTOS ESPORTIVOS S.A.	N2
36	C&A MODAS S.A.	NM	107	IGUA SANEAMENTO S.A.	MA	178	SCHULZ S.A.	N/A
37	CAMBUCI S.A.	N/A	108	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	NM	179	SENDAS DISTRIBUIDORA S.A.	NM
38	CCR S.A.	NM	109	INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.	N/A	180	SER EDUCACIONAL S.A.	NM
39	CELEO REDES TRANSMISSÃO DE ENERGIA S.A.	N/A	110	INDUSTRIAS ROMI S.A.	NM	181	SIMPAR S.A.	NM
40	CEMIG GERAÇÃO E TRANSMISSÃO S.A.	NM	111	INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	NM	182	SINQIA S.A.	NM
41	CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	NM	112	INTELBRAS S.A.	N/A	183	SLC AGRICOLA S.A.	NM
42	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	N1	113	INTER CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	MA	184	SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	NM
43	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	NM	114	INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENT. S.A.	NM	185	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	NM
44	CIA ENERGETICA DE BRASILIA	N1	115	IOCHPE MAXION S.A.	NM	186	STARA S.A.	MA
45	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	N1	116	ITAUSA S.A.	N1	187	STATKRAFT ENERGIAS RENOVAVEIS S.A.	N2
46	CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	N1	117	J. MACEDO S.A.	N/A	188	SUL AMERICA S.A.	N2
47	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	N1	118	JBS S.A.	NM	189	SUZANO HOLDING S.A.	N/A
48	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	N1	119	JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	N/A	190	SUZANO S.A.	NM
49	CIA HERING	NM	120	JHSF MALLS S.A.	N/A	191	T4F ENTRETENIMENTO S.A.	NM
50	CIA HIDRO ELÉTRICA DO SÃO FRANCISCO	N/A	121	JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	NM	192	TAURUS ARMAS S.A.	N2
51	CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	MA	122	JSL S.A.	NM	193	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	NM
52	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	N1	123	KEPLER WEBER S.A.	MA	194	TELEFÔNICA BRASIL S.A	NM
53	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	NM	124	KLABIN S.A.	N2	195	TERRA SANTA AGRO S.A.	NM
54	CIA SIDERURGICA NACIONAL	NM	125	LAVVI EMPREENDIMIENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	NM	196	TIM S.A.	NM
55	CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	NM	126	LINX S.A.	NM	197	TOTVS S.A.	NM
56	CIA TECIDOS SANTANENSE	NM	127	LM TRANSPORTES INTERESTADUAIS S.A.	N/A	198	TRACK & FIELD CO S.A.	N2
57	CIELO S.A.	NM	128	LOCALIZA FLEET S.A.	N/A	199	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENER. ELÉTRICA S.A.	N/A
58	CINESYSTEM S.A.	MA	129	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	NM	200	TRISUL S.A.	NM
59	CLARO TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A.	N/A	130	LOCAWEB SERVIÇOS DE INTERNET S.A.	NM	201	TUPY S.A.	NM
60	COGNA EDUCAÇÃO S.A.	NM	131	LOG COMMERCIAL PROPERTIES E PARTICIPAÇÕES	N/A	202	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	NM
61	CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	N1	132	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	NM	203	UNIDAS S.A.	NM
62	CONSTRUTORA TENDA S.A.	NM	133	LOJAS AMERICANAS S.A.	N1	204	UNIPAR CARBOCLORO S.A.	N1
63	COPEL GERAÇÃO E TRANSMISSÃO S.A.	NM	134	LOJAS LE BISCUIT S.A.	N/A	205	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.	N1
64	COSAN LOGÍSTICA S.A.	NM	135	LOJAS QUERO QUERO S.A.	N/A	206	VALE S.A.	NM
65	COSAN S.A.	NM	136	LOJAS RENNER S.A.	NM	207	VAMOS LOCAÇÃO DE CAMINHÕES E EQUIP. S.A.	N/A
66	CPFL ENERGIA S.A.	NM	137	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	NM	208	VIA VAREJO S.A.	NM
67	CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	N/A	138	MAGAZINE S.A.	N/A	209	VIX LOGÍSTICA S/A	NM
68	CPFL GERAÇÃO DE ENERGIA S.A.	NM	139	MAGAZINE LUIZA S.A.	NM	210	WHIRLPOOL S.A.	NM
69	CREMER SA	N/A	140	MAHLE-METAL LEVE S.A.	NM	211	YDUQS PARTICIPACOES S.A.	NM
70	CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A.	NM	141	MARCOPOLO S.A.	N2			
71	CSN MINERAÇÃO S.A.	N2	142	MELNICK DESENVOLVIMENTO IMOB. S.A.	NM			