
O Impacto da Governança Corporativa na Bolsa Brasileira durante a Crise do Covid-19

The Corporate Governance Impact on Brazilian Stock Exchange during the Covid-19 Crisis

Daniela Paschoal Neves Santos¹, Rodolfo Leandro de Faria Olivo^{1*}, George André Willrich Sales², Fabiana Lopes da Silva²

RESUMO

Este artigo analisou o impacto da governança corporativa no valor das companhias abertas brasileiras listadas na B3 durante a crise do Covid-19, inferindo o comportamento das ações de alta, média e baixa governança corporativa, conforme os níveis de segmentos listados na B3, utilizando-se um estudo de evento. Para o estudo, foram escolhidas janelas que refletem a máxima queda do Ibovespa, em 23.03.2020 e a recuperação em 06.01.2021, a fim de contemplar o efeito completo do impacto do Covid-19 na B3. Na janela de queda a governança corporativa funcionou para o retorno do valor das ações, pois as empresas com maior governança, tiveram retorno anormal maior que as empresas de média e de baixa governança, respectivamente. Já na janela de recuperação as empresas com maior governança, tiveram retorno anormal menor que as empresas de média e de baixa governança. Dessa forma, a governança mostrou-se como um fator de controle de risco, mesmo em um evento de estresse de mercado.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Mercado de Capitais, Estudo de Evento, Covid-19.

ABSTRACT

The article analyzed the impact of corporate governance on the value of Brazilian publicly held companies listed in the Brazilian Stock Exchange, aka B3, during the Covid-19 crisis, inferring the behavior of the stocks of companies listed in B3. In the study, windows were chosen to reflect the maximum fall of B3 index, “Ibovespa”, on March 3rd, 2020, and its recovery on June 1st, 2021, in order to contemplate the full effect of the impact of Covid-19 on main listed companies’ stocks in B3. In the fall window, corporate governance control worked for the return on the value of shares, because companies with greater governance had an abnormal return, higher than medium and low-governance companies, respectively. In the recovery window, companies with higher governance control had an abnormal return compared to medium and low-governance control companies. Thus, governance proved to be a risk control factor, even in a market stress event.

Keywords: Corporate Governance, Capital Markets, Event Study, Covid-19.

¹ FIA Business School. *E-mail: rodolfo.olivo@outlook.com

² Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras.

INTRODUÇÃO

A teoria nuclear da governança corporativa é a teoria da agência (JENSEN e MECKLING, 1976), fundada no conflito de interesses entre principal e agentes. Entre os acionistas (propriedade - principal) e os administradores (gestão - agentes). O conflito de interesses potencializa a tomada de decisões que podem não ser as melhores para a empresa, mas para o agente.

Decorre daí a necessidade de mecanismos de incentivo e controle para harmonizar a relação entre as partes e minimizar os problemas de agência. A este conjunto de mecanismos, dá-se o nome de governança corporativa: sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, com o objetivo de mitigar os custos relacionados aos problemas de agência (IBGC, 2015).

No Brasil, destacam-se os códigos do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2016) e da Comissão de Valores Imobiliários (CVM, 2002) (SILVEIRA, 2002). Ressalta-se também, como iniciativa em prol da governança corporativa, a criação dos segmentos diferenciados de listagem pela B3.

Lançados no final de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), os segmentos de empresas Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) introduziram um novo objetivo para as empresas brasileiras: alcançar maior grau de credibilidade e segurança com transparência. O segmento Novo Mercado representa a lista das empresas que apresentam o melhor nível de governança e o índice NDGC, que é subdividido em duas categorias: Nível 1 e Nível 2, que representam menor e maior grau de transparência, respectivamente (BESSARIA, 2017).

No âmbito do mercado de capitais, a governança é prática indispensável para proporcionar aos investidores/acionistas, transparência e segurança nas tomadas de decisões de aquisições ou vendas de valores mobiliários.

Atualmente, a Brasil, Bolsa, Balcão (B3) possui cinco segmentos de listagem conforme o nível de governança corporativa: Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2), Nível 1 (N1), Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2. Para fazer parte de cada um desses segmentos de negociação, a companhia deve apresentar políticas mínimas de proteção aos acionistas minoritários. As políticas exigidas são cumulativas, sendo mais abrangentes a cada um desses níveis de classificação. Considera-se mais abrangente o segmento Novo Mercado, sendo menos abrangente o segmento Bovespa Mais Nível 2 (B3, 2021).

Dessa forma, o presente estudo visa analisar o impacto da governança corporativa, conforme os níveis de segmentos listados na B3, no desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras, de acordo com a estimativa do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), com testes de eventos durante a crise do Covid-19.

Diante do exposto, a presente pesquisa busca responder a seguinte questão: qual o impacto da governança corporativa no valor das companhias abertas brasileiras durante a crise do Covid-19?

REFERENCIAL TEÓRICO

No final dos anos 1990 o mercado acionário brasileiro não oferecia ao investidor um produto que correspondesse a sua expectativa e exigência, devido à falta de transparência e deficiências no tratamento dado aos minoritários. Para solucionar este problema, a Bolsa de Valores de São Paulo, decidiu fazer com que as empresas buscassem o aperfeiçoamento de sua governança para conquistar o reconhecimento dos investidores que privilegiam ações de qualidade diferenciada em troca de uma melhor precificação de suas ações (GEOCZE, 2010).

Para ter ações negociadas na bolsa de valores, as companhias têm apenas a obrigação de respeitar a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) nº. 6.404/1976 (BRASIL, 1976), que estabelece as obrigações das Sociedades Anônimas, mas não é suficiente para garantir transparência e ética.

Para reconhecer as empresas que vão além do que a lei exige, adotando padrões diferenciados de governança, em 2000, a Bolsa de Valores, hoje chamada B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, criou níveis de governança corporativa, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Lemes, Rigo e Cherobin (2016) destacam que a proposta de classificação das empresas por níveis de governança, tem por base a premissa que quanto maior for o nível em que a companhia está inserida, maior será a segurança para o investimento e as informações concedidas mais fidedignas.

A listagem com diferentes níveis de governança, de acordo com Rossoni, Aranha e Mendes da Silva (2018), serve para normatizar os deveres de cada empresa que voluntariamente adere a um dos níveis existentes – tendo como principal objetivo a expansão dos direitos dos acionistas das companhias.

Existem cinco segmentos de listagem na Bolsa brasileira:

- Novo Mercado;
- Nível 2;
- Nível 1;
- Bovespa Mais; e
- Bovespa Mais Nível 2.

A Bolsa criou os níveis diferenciados (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) em 2000, dos quais o Novo Mercado é aquele que estabelece um nível de governança corporativa mais alto,

tornando-se padrão de governança e transparência exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital (MARTINS; SILVA, 2015).

Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, criados em 2005 e 2014, respectivamente, são segmentos de listagem do mercado de balcão organizado, idealizado para pequenas e médias empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, para crescerem utilizando o mercado acionário como uma importante fonte de recursos (CVM, 2019).

Na data de execução desta pesquisa, fevereiro de 2022, a B3 possuía em negociação 451 empresas, das quais 270 se enquadravam em um dos segmentos de governança e 181 se enquadravam no segmento básico, consideradas tradicionais, representando ainda 40% do mercado. São 203 empresas no Novo Mercado (segmento com maior governança corporativa), seguido de 25 empresas no segmento Nível 2 (segundo segmento com maior nível de governança), 26 empresas no Nível 1 (terceiro segmento com maior nível de governança).

Nos segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, existem 15 e 1 empresa, respectivamente. E no segmento básico, que não conta com regras diferenciadas de governança corporativa, encontram-se 181 empresas.

Lançado em 2000, o Novo Mercado estabeleceu um padrão de governança altamente diferenciado das empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A partir da primeira listagem, em 2002, tornou-se referência de transparência e governança exigidos pelos investidores para as novas aberturas de capital, sendo recomendado para empresas que pretendam realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (B3, 2021).

Conforme B3 (2021), o segmento de listagem Nível 2 é similar ao Novo Mercado, porém com algumas exceções. As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de tag along de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas (B3, 2021).

As empresas listadas no segmento Nível 1 também devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, divulgam informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos (B3, 2021).

O *free float* mínimo de 25% deve ser mantido nesse segmento, ou seja, a empresa se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado (B3, 2021).

O Segmento Bovespa Mais tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais. A estratégia de acesso gradual permite que as empresas se preparem de forma adequada, implementando elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado, e ao mesmo tempo as coloca na “vitrine” do mercado, aumentando sua visibilidade para os investidores (B3, 2021).

Os segmentos diferenciados na B3 foram desenvolvidos com o objetivo de estimular o crescimento do mercado de capitais, proporcionando um ambiente de negociação que incentive o interesse dos investidores e a valorização das companhias. A criação desses segmentos diferenciados, segundo Calvo (2003), possibilitou que a governança corporativa conquistasse maior espaço no contexto organizacional das empresas.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E IMPACTO DA COVID-19 NAS BOLSAS DE VALORES

A manifestação do primeiro caso da doença provocada pelo novo vírus da Covid-19 ocorreu no final de dezembro de 2019, na cidade de Wuhan, na província de Hubei, na República Popular da China.

No Brasil, a pandemia Covid-19 foi declarada uma Emergência em Saúde Pública de Importância Nacional em 03 de fevereiro de 2020, com primeiro caso confirmado no dia 26 de fevereiro (BRASIL, 2020), ocasionando a suspensão das atividades presenciais como medida sanitária de prevenção.

A Organização Mundial da Saúde (OMS) declarou oficialmente uma pandemia global em 11 de março de 2020. Os países foram orientados a adotar estrito distanciamento social e quarentena, medidas para evitar a propagação do vírus e para proteger a saúde pública, o que gerou grandes efeitos sobre a economia mundial (HISCOTT et al., 2020).

Alguns estudos empíricos sobre os impactos da pandemia de Covid-19 no comportamento das empresas no mercado, especialmente sobre sua performance financeira, ou relacionados com aspectos de governança corporativa, já foram produzidos. Os principais achados estão resumidos no Quadro 1.

Os estudos indicam que empresas de grande porte (GU et al., 2020), com maiores marcas (HUANG; YANG; ZHU, 2021), maior flexibilidade operacional (LIU; YI; YIN, 2021), maior escala de investimentos (SHEN et al., 2020), maior alavancagem combinada e com menos ativos fixos, experimentaram menos impactos (XIONG et al., 2020).

A reação do mercado ao surto de Covid-19 foi mais intensa nas empresas de setores vulneráveis ao vírus (XIONG et al., 2020), que apresentaram extrema volatilidade assimétrica, correlacionadas negativamente com os retornos das ações (MAZUR; DANG; VEGA, 2021).

A indústria de manufatura sofreu o maior efeito negativo da pandemia, enquanto setores como construção, transferência de informações, serviços de informática, software, plataformas de varejo online, saúde e serviço social foram impactados positivamente (GU et al., 2020).

A governança corporativa teve efeito positivo para controlar os problemas de agência, especialmente no ambiente de incerteza durante a crise de Covid-19 (ATICI; GURSOY, 2020).

O apoio gerado pelos estímulos fiscais, pareceram estar positivamente associados a uma recuperação mais elevada das empresas, o que pode justificar apoios fiscais mais direcionados para restaurar a confiança dos investidores (SEVEN; YILMAZ, 2021).

Quadro 1 – Pesquisas empíricas sobre impactos econômicos da crise do Covid-19

Autoria	Região/ País	Resultados
Shen, Fu, Pan, Yu e Chen (2020)	China	Evidência de impacto negativo do Covid-19 no desempenho corporativo de empresas chinesas listadas na bolsa de valores, mais pronunciado quando a escala de investimentos da empresa ou a receita de vendas é menor.
Xiong, Wu, Hou e Zhang (2020)	China	A reação do mercado ao surto de Covid-19 é mais intensa em empresas de setores vulneráveis ao vírus e naquelas com altos investidores institucionais. Empresas com maior escala, melhor lucratividade e oportunidade de crescimento, maior alavancagem combinada e com menos ativos fixos, experimentam menos impactos.
Mazur, Dang e Veja (2021)	Estados Unidos	As ações de empresas de gás natural, alimentos, saúde e software obtêm retornos positivos, enquanto empresas dos setores de petróleo, imóveis, entretenimento e hotelaria têm grandes quedas. As ações perdedoras apresentam extrema volatilidade assimétrica, correlacionadas negativamente com os retornos das ações.
Liu, Yi e Yin (2021)	China	A flexibilidade operacional no nível da empresa está significativamente correlacionada positivamente com os retornos de ações anormais cumulativos que ocorreram durante o surto de Covid-19.
Huang, Yang e Zhu (2021)	Estados Unidos	As empresas com as principais marcas experimentam retornos de ações mais elevados, menor risco sistemático e menor risco idiossincrático no <i>crash</i> da Covid-19 do que outras empresas.
Seven e Yilmaz (2021)	Global	Apoios de estímulos fiscais parecem estar positivamente associados a uma recuperação mais elevada das empresas, o que pode justificar apoios fiscais mais direcionados e restaurar a confiança dos investidores.
Gu, Ying, Zhang e Tao (2020)	China	A indústria de manufatura sofreu o maior efeito negativo da pandemia, enquanto setores como construção, transferência de informações, serviços de informática, software, saúde e serviço social foram impactados positivamente; as empresas privadas sofreram mais que as empresas estatais e as empresas menores tiveram um declínio adicional de 30% em comparação com as empresas de grande porte.
Atici e Gursoy (2020)	Turquia	A natureza concentrada das corporações turcas, teve efeito positivo sobre os mecanismos de governança para controlar os problemas de agência, especialmente no ambiente de incerteza durante a Covid-19.

Fonte: Quadro elaborado pelos autores com base em CALDAS; FREITAS (2021).

A governança corporativa assume um papel fundamental em tempos de crise, pois trata da relação entre os sócios e com a própria sociedade. Segundo Fontes Filho (2020), as

organizações devem manter adequadamente as relações institucionais que foram sedimentadas ao longo do tempo entre os agentes do mercado e a sociedade, para que consigam construir, ou ao menos manter, a estabilidade do mercado e o acesso aos recursos advindos dos investidores.

MÉTODO DE PESQUISA

Este estudo adotou o tipo de pesquisa de natureza aplicada, utilizando-se da abordagem quantitativa, com objetivos explicativos, e quanto ao procedimento técnico, foi utilizado o estudo *ex post facto*, visto que, a pesquisa teve como finalidade analisar o impacto da governança corporativa no valor das companhias abertas brasileiras durante a crise do Covid-19 por meio de um estudo de evento.

Um estudo de evento consiste na análise do efeito de situações específicas sobre os preços das ações. Trata-se de uma metodologia amplamente usada em testes de eficiência de mercados, denominação comum a todos os testes da forma semiforte de ajustamento de preços a anúncios públicos, sugerida por Fama (1991). Pode ser realizado em vários eventos importantes (informações relevantes divulgadas ao mercado) que impactam as expectativas dos investidores e, conseqüentemente, os preços dos títulos (BARBOSA; CAMARGOS, 2003).

Para Campbell, Lo e Mackinlay (1997), a utilidade dessa metodologia advém do fato de que, dada a racionalidade do mercado em absorver a notícia, os efeitos do evento refletirão imediatamente nos preços.

Ainda, de acordo com os mesmos autores, outro aspecto importante na condução do estudo de evento, é a mensuração do retorno anormal da ação. Um estudo de evento consiste em utilizar um modelo de geração de retorno acionário, considerado como padrão (retorno normal), o qual é tido como o retorno que o título teria caso o evento não ocorresse. Depois disso, visando identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico que se está analisando, calcula-se a diferença entre o retorno esperado fornecido pelo modelo e o retorno observado no período de análise (BARBOSA; CAMARGOS, 2003).

Na etapa de definição do evento identificou-se a data de ocorrência do evento de interesse (“data zero”) e o período de análise considerado relevante para a verificação da anormalidade no comportamento dos preços.

Para avaliar os efeitos da crise pandêmica do Covid-19 sobre os preços das ações, foi necessário determinar a janela do evento (período durante o qual presumivelmente os retornos anormais deveriam ser observados).

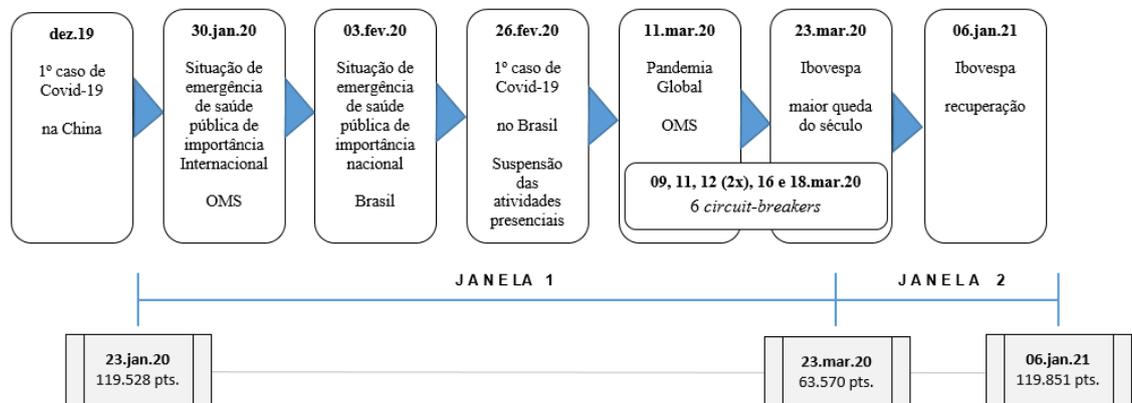
Assim, da análise das datas demonstradas na Figura 1, foram definidas as seguintes janelas:

23.01.2020: preço inicial (máximo valor histórico do Ibovespa 119.528 pontos);

23.03.2020: queda em março/20 para 63.570 pontos (Janela 1); e

06.01.2021: recuperação em janeiro/21 para 119.851 pontos (Janela 2).

Figura 1 – Cronologia do Covid-19 e janelas da pesquisa



Fonte: Figura elaborada pelos autores (2022).

Na etapa de critérios de seleção define-se a base de dados utilizada, seleção do setor econômico, empresas afetadas pelo evento em estudo, para a inclusão na amostra e sua caracterização (BARBOSA; CAMARGOS, 2003).

Para este trabalho, decidiu-se pesquisar as ações de todas as empresas listadas na B3, agrupadas por nível de governança corporativa, conforme os segmentos de listagem. Considerando-se como de alta governança as ações listadas no Novo Mercado; média governança, as ações listadas no Nível 2 e no Nível 1; e baixa governança, as ações não listadas nos segmentos de governança, aquelas do mercado tradicional. Para a etapa de retornos normais e anormais, no estudo de evento, o método utilizado para acessar o efeito sobre o preço foi o CAPM - *Capital Asset Pricing Model*.

Para o cálculo do CAPM, foram considerados a Selic (como ativo livre de risco) e os índices da B3: Ibovespa, IBrX100 e IBrX50 (como referencial de mercado), acumulados nos períodos das respectivas Janelas 1 e 2. O Quadro 2 organiza as etapas do estudo de evento percorridas por essa pesquisa.

Quadro 2 – Etapas do estudo de evento dessa pesquisa

Etapas do teste de evento					
Definição do evento		Critérios de seleção níveis de governança			Retornos normais e anormais
JANELA 1: De 23.01.2020 (máx. histórico IBOV 119.528 pts.) a 23.03.2020 (maior queda IBOV 63.570 pts.)	JANELA 2: De 23.03.2020 (maior queda IBOV 63.570 pts.) a 06.01.2021 (recuperação IBOV 119.851 pts.)	ALTA: Novo Mercado (203 empresas)	MÉDIA: Nível 2 (25 empresas) Nível 1 (26 empresas)	BAIXA: Tradicional (181 empresas)	CAPM: Selic Beta IBOV IBrX100 IBrX50
Total: 435 empresas					

Fonte: Quadro elaborado pelos autores com base em BARBOSA; CAMARGOS (2003).

Seguiu-se ao estudo de evento, o teste de hipóteses. Tendo em vista que o trabalho propôs dois testes diferentes para analisar se os níveis diferenciados de governança influenciam no valor das ações das empresas, estão relacionadas a seguir as hipóteses analisadas em cada um dos testes.

Teste 1: comparação dos grupos nas três categorias de governança corporativa (alta, média e baixa) nas duas janelas (de queda e de recuperação).

Utilizando-se a Janela 1 (evento de queda em março/20), avaliou-se se existe diferença com relevância estatística entre os retornos anormais observados nos três grupos, um composto por ações de empresas listadas no Novo Mercado (consideradas empresas com alta governança), outro composto por ações de empresas listadas no Nível 2 e no Nível 1 (média governança) e outro grupo composto por empresas sem classificação, pertencentes ao Mercado Tradicional (baixa governança).

H0 - As diferentes categorias de governança não apresentaram diferenças de perda de valor.

H1 - Rejeitar a hipótese apresentada em H0.

Utilizando-se a Janela 2 (evento de recuperação em janeiro/21), avaliou-se se existe diferença com relevância estatística entre os retornos anormais observados nos três grupos, um composto por ações de empresas listadas no Novo Mercado (consideradas empresas com alta governança), outro composto por ações de empresas listadas no Nível 2 e no Nível 1 (média governança) e outro grupo composto por empresas sem classificação, pertencentes ao Mercado Tradicional (baixa governança).

H0 - As diferentes categorias de governança não apresentaram diferenças de perda de valor.

H1 - Rejeitar a hipótese apresentada em H0.

Teste 2: comparação de grupos com níveis diferenciados de governança corporativa.

Verificou-se se existe diferença significativa entre a valorização das ações nos três diferentes níveis de governança (alta, média e baixa).

H0 ($\mu_1 = \mu_2 = \mu_3$) - A média dos retornos das três amostras são iguais, ou seja, não existe diferença entre os três diferentes grupos de governança alta, média e baixa.

H1 ($\mu_1 \neq \mu_2$ ou $\mu_1 \neq \mu_3$ ou $\mu_2 \neq \mu_3$) - A média dos retornos de um dos grupos é diferente, ou seja, existe diferença em pelo menos um dos grupos de governança.

Teste 3: comparação de empresas antes e depois do Covid-19. Verificou-se se existe diferença significativa entre a valorização das ações com maior e menor governança corporativa.

H0 - As empresas com alta governança tiveram maiores retornos.

H1 - Hipótese alternativa, onde as empresas com alta governança não têm um retorno extraordinário para a ação.

A hipótese testada neste caso foi:

H0 - A média dos retornos acumulados no tempo e no título é igual para a janela anterior ao evento (estimação) e posterior (evento), indicando que não ocorreram retornos anormais estatisticamente significativos.

H1 - A média dos retornos acumulados no tempo e no título é diferente para a janela anterior ao evento (estimação) e posterior (evento), indicando que não ocorreram retornos anormais estatisticamente significativos.

Teste 4: diferenças de média (Teste t de Student). Foi empregado o Teste t de Student de diferenças de médias para verificar a existência de diferenças estatisticamente significativas entre os escores de eficiências técnicas dos grupos de empresas segmentadas em alta, média e baixa governança corporativa. Os testes e análises estatísticas foram realizados por meio do software Excel, considerando o nível de significância de 0,05, por ser o mais comumente utilizado. O Quadro 3 relaciona os testes de hipóteses da pesquisa e os critérios de validação das hipóteses.

Quadro 3 – Etapas dos testes de hipóteses da pesquisa

Hipóteses		Validação das hipóteses		
Teste 1		Teste 2	Teste 3	Teste 4
Comparação dos grupos nas 3 categorias de governança corporativa (alta, média e baixa) nas 2 janelas (de queda e de recuperação).		Comparação de grupos com níveis diferenciados de governança corporativa.	Comparação de empresas antes e depois do Covid-19.	Diferenças de média (Teste t de Student).
Janela 1 Evento de queda: Utilizando-se a janela-01 (evento de queda em mar/20), avaliou-se se existe diferença com relevância estatística entre os retornos anormais nos 3 níveis de governança: alta, média, baixa.	Janela 2 Evento de recuperação: Utilizando-se a janela-02 (evento de recuperação em jan/21), avaliou-se se existe diferença com relevância estatística entre os retornos anormais observados nos 3 níveis de governança: alta, média, baixa.	Verificou-se se existe diferença significativa entre a valorização das ações nos três diferentes níveis de governança (alta, média e baixa).	Verificou-se se existe diferença significativa entre a valorização das ações com maior e menor governança corporativa.	Aplicada para verificar a existência de diferenças estatisticamente significativas entre os escores de eficiências técnica dos grupos de empresas segmentadas em alta, média e baixa governança corporativa.
H0 - As diferentes categorias de governança não apresentaram diferenças de perda de valor. H1 - Rejeitar a hipótese apresentada em H0.	H0 - As diferentes categorias de governança não apresentaram diferenças de perda de valor. H1 - Rejeitar a hipótese apresentada em H0.	H0 ($\mu_1 = \mu_2 = \mu_3$) - A média dos retornos das três amostras são iguais, ou seja, não existe diferença entre os três diferentes grupos de governança alta, média e baixa. H1 ($\mu_1 \neq \mu_2$ ou $\mu_1 \neq \mu_3$ ou $\mu_2 \neq \mu_3$) - A média dos retornos de um dos grupos é diferente, ou seja, existe diferença em pelo menos um dos grupos de governança.	H0 - As empresas com alta governança tiveram maiores retornos. H1 - Hipótese alternativa, onde as empresas com alta governança não têm um retorno extraordinário para a ação.	

Fonte: Quadro elaborado pelos autores (2022).

Para o teste 1 foram pesquisadas as cotações das ações de todas as empresas listadas na B3, agrupadas por nível de governança corporativa, conforme os segmentos de listagem. Considerando-se como de alta governança as ações listadas no Novo Mercado; média governança, as ações listadas no Nível 2 e no Nível 1; e baixa governança, as ações não listadas nos segmentos de governança, aquelas do mercado tradicional.

Foram coletadas as cotações em 23.01.20, 23.03.20 e 06.01.21, considerando-se os preços das ações ajustadas com os dividendos, para aquelas empresas que os tiveram. Comparou-se os preços das ações em 23.03.20 – quando o Ibovespa teve a maior queda histórica, em relação a 23.01.20, para estabelecer o percentual de retorno na queda (Janela 1).

Da mesma forma, comparou-se os preços das ações em 23.03.20, em relação a 06.01.21 – quando o Ibovespa recuperou-se, para estabelecer o percentual de recuperação (Janela 2).

A população desse estudo compreendeu 435 companhias brasileiras, com ações negociadas na B3, categorizadas pelo nível de governança corporativa, conforme os segmentos de listagem na B3: Novo Mercado (203 empresas), Nível 2 (25 empresas) e Nível 1 (26 empresas). O grupo formado pelas companhias que não aderem aos segmentos diferenciados foi denominado Mercado Tradicional (181 empresas).

Não foram consideradas para essa pesquisa as empresas listadas nos segmentos Bovespa Mais (15 empresas) e Bovespa Mais Nível 2 (1 empresa), devido à baixa representatividade.

Pode-se considerar que a validade da amostra já foi pré-estabelecida, desde sua seleção, uma vez que foi utilizado um universo consolidado com critérios de seleção já aplicados pela B3 e validados pelo mercado.

RESULTADOS OBTIDOS

Após a aplicação do cálculo CAPM, apurou-se a média dos resultados dos retornos do valor das ações de todas as empresas pesquisadas, conforme o nível de governança, comparando-as às médias dos retornos dos três índices: IBOV, IBrX100 e IBrX50, nos períodos das Janelas 1 e 2. Os resultados obtidos estão na Tabela 1.

Tabela 1 – Retornos normais e anormais da amostra da pesquisa

GOVERNANÇA		JANELA 1 Crise do Covid - mar/20 Retorno Queda	JANELA 2 Recuperação - jan/21 Retorno Recuperação
BAIXA	Retorno valor ações	-29,95%	112,87%
	Retorno normal IBOV	-34,39%	65,83%
	Retorno anormal IBOV	4,44%	47,04%
	Retorno normal IBrX100	-34,32%	65,88%
	Retorno anormal IBrX100	4,38%	46,99%
	Retorno normal IBrX50	-35,02%	70,33%
	Retorno anormal IBrX50	5,07%	42,54%
MÉDIA	Retorno valor ações	-37,31%	105,16%
	Retorno normal IBOV	-41,87%	79,49%
	Retorno anormal IBOV	4,56%	25,68%
	Retorno normal IBrX100	-41,79%	79,54%
	Retorno anormal IBrX100	4,48%	25,62%
	Retorno normal IBrX50	-42,63%	84,94%
	Retorno anormal IBrX50	5,32%	20,22%
ALTA	Retorno valor ações	-44,71%	79,06%
	Retorno normal IBOV	-50,22%	94,74%
	Retorno anormal IBOV	5,51%	-15,68%
	Retorno normal IBrX100	-50,12%	94,80%
	Retorno anormal IBrX100	5,41%	-15,74%
	Retorno normal IBrX50	-51,13%	101,26%
	Retorno anormal IBrX50	6,42%	-22,20%

Fonte: Tabela elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

Foram utilizados os três índices: IBOV, IBrX100 e IBrX50, na tentativa de isolar o viés de somente utilizar-se o IBOV. Identificou-se que na janela de queda, os três índices se comportaram de maneiras parecidas e caíram. Na janela de recuperação, o retorno normal do IBrX50 se destaca por ser o maior. Na comparação do efeito das três amostras (baixa, média e alta governança) em duas janelas de tempo, foram identificados os seguintes resultados:

Na Janela 1 – evento de queda, as três amostras (baixa, média e alta governança) tiveram quedas no valor das ações.

Sendo que, o segmento de baixa governança, na média, teve uma queda menor que o segmento de média governança, que por sua vez teve uma queda menor que o segmento de alta governança.

Na Janela 2 – evento de recuperação, as três amostras (baixa, média e alta governança) tiveram recuperação no valor das ações.

Sendo que, o segmento de baixa governança, na média, teve uma recuperação maior que o segmento de média governança, que por sua vez teve uma recuperação maior que o segmento de alta governança. A Tabela 2 resume os retornos médios anormais apurados para cada nível de governança considerado.

Tabela 2 – Retorno anormal médio por segmento nas Janelas 1 e 2

Governança	JANELA 1	JANELA 2
	Crise do Covid - mar/20 Retorno anormal médio Queda	Recuperação - jan/21 Retorno anormal médio Recuperação
Baixa	4,63%	45,52%
Média	4,79%	23,84%
Alta	5,78%	-17,87%

Fonte: Tabela elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

Para a comparação das médias dos retornos anormais, foram executados 18 testes, conforme as duplas de combinações dispostas no Quadro 4.

O Teste t de Student é um teste de hipótese que utiliza conceitos estatísticos para rejeitar ou não uma hipótese nula quando a estatística de teste (t) segue uma distribuição t de Student.

Os testes de hipótese constituem uma forma de inferência estatística. Hipóteses são afirmações sobre parâmetros populacionais e são testadas para ver se são consideradas verdadeiras ou não.

Tendo em vista que o trabalho propôs dois testes diferentes para analisar se os níveis diferenciados de governança influenciam no valor das ações das empresas, estão relacionadas a seguir as hipóteses analisadas em cada um dos testes (nas Janelas 1 e 2).

H0 - As diferentes categorias de governança não apresentaram diferenças de perda de valor.

H1 - Rejeitar a hipótese apresentada em H0.

O Quadro 4 resume os testes de média (t deStudent) realizados pela pesquisa.

Quadro 4 – Combinações dos testes de média

Testes de média (t de Student):			
JANELA 1 - queda		JANELA 2 - recuperação	
	IBOV		IBOV
Teste 1	ALTA vs MÉDIA	Teste 10	ALTA vs MÉDIA
Teste 2	ALTA vs BAIXA	Teste 11	ALTA vs BAIXA
Teste 3	MÉDIA vs BAIXA	Teste 12	MÉDIA vs BAIXA
	IBrX100		IBrX100
Teste 4	ALTA vs MÉDIA	Teste 13	ALTA vs MÉDIA
Teste 5	ALTA vs BAIXA	Teste 14	ALTA vs BAIXA
Teste 6	MÉDIA vs BAIXA	Teste 15	MÉDIA vs BAIXA
	IBrX50		IBrX50
Teste 7	ALTA vs MÉDIA	Teste 16	ALTA vs MÉDIA
Teste 8	ALTA vs BAIXA	Teste 17	ALTA vs BAIXA
Teste 9	MÉDIA vs BAIXA	Teste 18	MÉDIA vs BAIXA

Fonte: Quadro elaborado pelos autores (2022).

A seguir, são apresentados os resultados dos testes de média dos grupos nas três categorias de governança corporativa (alta, média e baixa), comparados nos três índices (IBOV, IBrX100 e IBrX50), nas duas janelas (de queda e de recuperação).

Na Janela 1 – evento de queda, a Hipótese nula (H0) foi rejeitada em todos os 9 testes. Assim todas as diferentes categorias de governança corporativa apresentam diferenças de perda de valor.

As empresas com maior governança corporativa, em média, tiveram retorno anormal maior que as empresas de média e de baixa governança, nos três indicadores (IBOV, IBrx100 e IBrX50). As empresas de média governança também tiveram retorno anormal maior que as empresas de baixa governança, nos três indicadores. Todas com significância estatística de 95%. Ou seja, na queda a governança corporativa funcionou para o retorno do valor das ações. O Quadro 5 resume os resultados dos 9 testes da Janela 1.

Quadro 5 – Resultados Testes de Hipótese – Janela 1

JANELA 1								
Testes	Índices	Variáveis 1 e 2	Retorno anormal variável 1	Retorno anormal variável 2	Resultado	Significância estatística 95%	H0	Resultado
1	IBOV	ALTA vs MÉDIA	5,51%	4,56%	Alta > Média	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
2	IBOV	ALTA vs BAIXA	5,51%	4,44%	Alta > Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
3	IBOV	MÉDIA vs BAIXA	4,56%	4,44%	Média > Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
4	IBrX100	ALTA vs MÉDIA	5,41%	4,48%	Alta > Média	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
5	IBrX100	ALTA vs BAIXA	5,41%	4,38%	Alta > Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
6	IBrX100	MÉDIA vs BAIXA	4,48%	4,38%	Média > Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
7	IBrX50	ALTA vs MÉDIA	6,42%	5,32%	Alta > Média	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
8	IBrX50	ALTA vs BAIXA	6,42%	5,07%	Alta > Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
9	IBrX50	MÉDIA vs BAIXA	5,32%	5,07%	Média > Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes

Fonte: Quadro elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

Na Janela 2 – evento de recuperação, a Hipótese nula (H0) foi rejeitada somente nos testes de comparação das amostras MÉDIA versus BAIXA, nos três indicadores (IBOV, IBrX100 e IBrX50). Assim, apenas nos testes 12, 15 e 18 (amostras MÉDIA versus BAIXA), as diferentes categorias de governança corporativa apresentam diferenças de perda de valor.

Nos testes 10, 13 e 16 (amostras ALTA versus MÉDIA) e nos testes 11, 14 e 17 (amostras ALTA versus BAIXA) os resultados apresentaram o p-valor ($P(T \leq t)$ bi-caudal) menor que o nível de significância de 0,05, indicando não haver diferenças significativas entre as médias, levando-se à retenção da Hipótese nula. Dessa forma, não foi possível rejeitar a Hipótese nula (H0). Assim, consideram-se as médias como iguais.

Na Janela 2 de recuperação observou-se que as empresas com maior governança corporativa, em média, tiveram retorno anormal menor que as empresas de média e de baixa governança, nos três indicadores (IBOV, IBrX100 e IBrX50). As empresas de média governança também tiveram retorno anormal menor que as empresas de baixa governança, nos três indicadores.

Ou seja, na recuperação a governança corporativa não funcionou para o retorno do valor das ações. O Quadro 6 resume os resultados dos 9 testes (testes 10 a 18) da Janela 2.

Quadro 6 – Resultados Testes de Hipótese – Janela 2

JANELA 2								
Teste	Índices	Variáveis 1 e 2	Retorno anormal variável 1	Retorno anormal variável 2	Resultado	Significância estatística 95%	H0	Resultado
10	IBOV	ALTA vs MÉDIA	-15,68%	25,68%	Alta < Média	Não < 0,05	Não rejeita	as médias são iguais
11	IBOV	ALTA vs BAIXA	-15,68%	47,04%	Alta < Baixa	Não < 0,05	Não rejeita	as médias são iguais
12	IBOV	MÉDIA vs BAIXA	25,68%	47,04%	Média < Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
13	IBrX100	ALTA vs MÉDIA	-15,74%	25,62%	Alta < Média	Não < 0,05	Não rejeita	as médias são iguais
14	IBrX100	ALTA vs BAIXA	-15,74%	46,99%	Alta < Baixa	Não < 0,05	Não rejeita	as médias são iguais
15	IBrX100	MÉDIA vs BAIXA	25,62%	46,99%	Média < Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes
16	IBrX50	ALTA vs MÉDIA	-22,20%	20,22%	Alta < Média	Não < 0,05	Não rejeita	as médias são iguais
17	IBrX50	ALTA vs BAIXA	-22,20%	42,54%	Alta < Baixa	Não < 0,05	Não rejeita	as médias são iguais
18	IBrX50	MÉDIA vs BAIXA	20,22%	42,54%	Média < Baixa	Sim > 0,05	Rejeita	as médias são diferentes

Fonte: Quadro elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na Janela 1 – evento de queda, a Hipótese nula (H0) foi rejeitada em todos os 9 testes. Assim, todas as diferentes categorias de governança corporativa apresentam diferenças de perda de valor.

As empresas com maior governança corporativa, em média, tiveram retorno anormal maior que as empresas de média e de baixa governança, nos três indicadores (IBOV, IBrX100 e IBrX50). As empresas de média governança também tiveram retorno anormal maior que as empresas de baixa governança, nos três indicadores. Todas com significância estatística de 95%. Ou seja, na queda a governança corporativa funcionou para o retorno do valor das ações.

Na Janela 2 – evento de recuperação, a Hipótese nula (H0) foi rejeitada somente nos testes de comparação das amostras MÉDIA versus BAIXA, nos três indicadores (IBOV, IBrX100 e IBrX50). Assim, apenas nos testes das amostras MÉDIA versus BAIXA, as diferentes categorias de governança corporativa apresentam diferenças de perda de valor.

Nos testes das amostras ALTA versus MÉDIA e das amostras ALTA versus BAIXA os resultados apresentaram o p-valor ($P(T \leq t)$ bi-caudal) menor que o nível de significância de 0,05, indicando não haver diferenças significativas entre as médias, levando-se à retenção da Hipótese nula. Dessa forma não foi possível rejeitar a Hipótese nula (H0). Assim, consideram-se as médias como iguais.

Na Janela 2 de recuperação observou-se que as empresas com maior governança corporativa, em média, tiveram retorno anormal menor que as empresas de média e de baixa governança, nos três indicadores (IBOV, IBrX100 e IBrX50). As empresas de média governança também tiveram retorno anormal menor que as empresas de baixa governança, nos três

indicadores. Ou seja, na recuperação a governança corporativa não funcionou para o retorno do valor das ações.

Sobre os resultados obtidos na pesquisa, também foram realizados testes matemáticos para identificar se uma possível explicação para o fenômeno da queda e da recuperação maior que a queda, poderia ter origem no efeito matemático da mudança de base, ou seja, como houve mudança para uma base menor, o número precisaria crescer mais proporcionalmente para voltar ao valor inicial. Ainda que isso possa ser uma explicação parcial do que ocorreu, não é suficiente para justificar toda a variação.

Da análise dos dados da Tabela 3, a recuperação estatística necessária para que a amostra de baixa governança voltasse ao patamar inicial, era de somente 42,76%, contudo sua recuperação foi de 112,87%, superando em 70,11% a recuperação considerada apenas matemática. A mesma leitura serve à amostra de média governança, que superou 45,64% do índice de recuperação estatística.

Assim, para as amostras de baixa e média governança, houve ganho efetivamente acima da recuperação matemática. Já na amostra de alta governança, ocorreu proporcionalidade entre a queda e a recuperação.

Tabela 3 – Teste matemático da recuperação

Critério Amostra GC	Retorno Queda	Retorno Recuperação	Recuperação estatística	Diferença entre a recuperação efetiva e a estatística
Baixa	-29,95%	112,87%	42,76%	70,11%
Média	-37,31%	105,16%	59,52%	45,64%
Alta	-44,71%	79,06%	80,86%	-1,80%

Fonte: Tabela elaborada pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

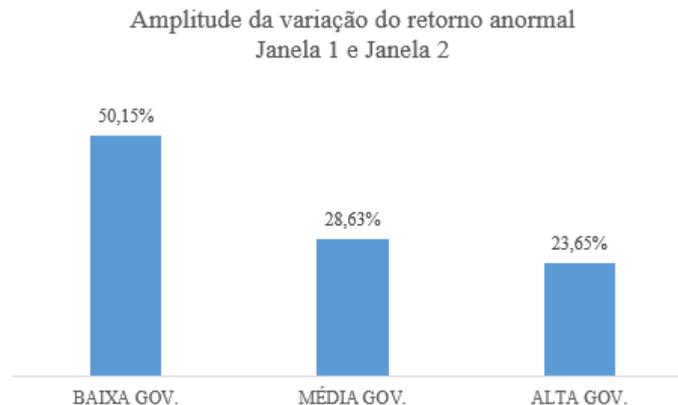
As possíveis implicações teóricas dos resultados desse trabalho remetem ao conceito de risco-retorno. Variáveis importantes na tomada de decisões de investimento, posto que os investidores sempre buscam maximizar seus retornos, correndo o menor risco possível e para um certo aumento no risco, em contrapartida, eles exigem um aumento no retorno.

O risco é uma medida de volatilidade ou incerteza nos retornos, quanto maior a volatilidade dos retornos de um investimento, maior será o seu risco.

No teste matemático, as ações de baixa e média governança tiveram retorno acima da recuperação estatística. Essa diferença, provavelmente decorre dos efeitos do risco-retorno. E as ações de alta governança, recuperaram exatamente o que perderam, sem ganhos adicionais, o que pode remeter também ao risco-retorno, o índice caiu e voltou, na mesma proporção.

As ações de baixa governança apresentaram uma maior amplitude (50,15%) na variação do retorno anormal médio no período das janelas 1 e 2, comparadas às ações de média (28,63%) e alta governança (23,65%). Dessa forma, as ações de baixa governança apresentaram maior volatilidade e as ações de alta governança, menor volatilidade, conforme Gráfico 1.

Gráfico 1 – Amplitude da variação do retorno anormal no período



Fonte: Gráfico elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa (2022).

No presente estudo, na Janela 1 – evento de queda, a governança corporativa funcionou para o retorno do valor das ações.

As empresas com maior governança corporativa, em média, tiveram retorno anormal maior que as empresas de média e de baixa governança. As empresas de média governança tiveram retorno anormal maior que as empresas de baixa governança. Ou seja, as empresas do Novo Mercado (alta governança) caíram menos que as empresas dos Níveis 2 e 1 (média governança) e que as empresas do Mercado Tradicional (baixa governança), respectivamente, ajustadas pelo risco.

Na Janela 2 – evento de recuperação, a governança corporativa não funcionou para o retorno do valor das ações.

As empresas com maior governança corporativa, em média, tiveram retorno anormal menor que as empresas de média e de baixa governança. As empresas de média governança tiveram retorno anormal menor que as empresas de baixa governança. Ou seja, as empresas do Mercado Tradicional (baixa governança) foram as que tiveram a maior recuperação, seguidas das empresas dos Níveis 1 e 2 (média governança) e das empresas do Novo Mercado (alta governança), respectivamente, ajustadas pelo risco.

Depreende-se desses resultados, que as ações das empresas de baixa governança, foram as que mais caíram na Janela 1 e as que mais tiveram recuperação na Janela 2. As ações das empresas de alta governança foram as que menos caíram na Janela 1 e as que menos tiveram recuperação na Janela 2.

Ou seja, maior risco, maior retorno. As ações de baixa governança apresentaram maior queda (risco) na Janela 1 e maior retorno na Janela 2. As ações de alta governança apresentaram menor queda (risco) na Janela 1 e menor retorno na Janela 2.

A governança é um sistema de controle de riscos, dentre os quais de agência e de assimetria entre donos. O Conselho de Administração é um órgão de gestão de risco estratégico da companhia. As práticas de governança corporativa visam proporcionar uma menor possibilidade de o acionista ser lesado por atos da gestão da companhia, por oferecerem uma gestão mais transparente.

Contudo, cumpre ressaltar que não significa necessariamente a garantia de que as empresas listadas nos melhores níveis de governança venham a apresentar menor risco para o investidor. A governança corporativa é experimentalista, estuda boas e más práticas, sobretudo as experiências com os fracassos corporativos, fomentam o avançar dos controles e a aplicabilidade das novas práticas.

REFERÊNCIAS

ATICI, G., GURSOY, G. *Trends of non-financial corporations listed on Borsa Istanbul: Rethinking corporate ownership and governance under covid-19*. **Journal of Governance and Regulation**, v. 9, n. 3, p. 132-143, 2020.

BARBOSA, F. V.; CAMARGOS, M. A. DE. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 01-20, julho/setembro 2003.

BESSARIA, C. N.; SILVA, H. S. A efetividade da governança corporativa sobre o risco dos ativos da BM&FBovespa. **RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, Joaçaba: Ed. Unoesc, v. 16, n. 3, p. 933-956, 2017.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Índice Bovespa (Ibovespa B3)**: Carteira do dia 21.02.22. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm>. Acesso em: 22 fev. 2022.

_____. **Índice Brasil 100 (IBrX 100 B3)**: Carteira do dia 21.02.22. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100-composicao-da-carteira.htm>. Acesso em: 22 fev. 2022.

_____. **Índice Brasil 50 (IBrX 50 B3)**: Carteira do dia 21.02.22. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-50-ibrx-50-composicao-da-carteira.htm>. Acesso em: 22 fev. 2022.

_____. **Market data e Índices**. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/>. Acesso em: 22 fev. 2022.

_____. **Segmentos de listagem para as empresas**. 2021. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 22 ago. 2021.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>. Acesso em: 11 jul. 2021.

BRASIL. Ministério da Saúde. Portaria MS/GM n. 188, de 3 de fevereiro de 2020. Declara Emergência em Saúde Pública de importância Nacional (ESPIN) em decorrência da Infecção Humana pelo novo Coronavírus (2019-nCoV). **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 2020 fev 4 [cited 2020 Feb 28]; Seção 1:1, 2020.

CALDAS, A. J. R.; FREITAS, M. A. L. Governança corporativa e performance financeira em cenário de crise durante a pandemia do COVID-19: evidências nos bancos brasileiros. **21º USP International Conference Accounting**, 2021.

CALVO, I. P. O novo mercado, a governança corporativa e a arquitetura financeira: aspectos comparativos e sua influência sobre o controle organizacional, v. 3, n. 11. São Paulo: Economianet, 2003.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. *The econometrics of financial markets*. 2. ed. New Jersey: **Princeton University Press**, 611 p., 1997.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf>. Acesso em: 11 jul. 2021.

_____. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 11 jul. 2021.

FAMA, E. F. *Efficient capital markets II*. **The Journal of Finance**, Chicago: University of Chicago, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, Dec. 1991.

FONTES FILHO, J. R. **Governança corporativa tem papel fundamental em tempos de crise**. 2020. Disponível em: <<https://ibe.edu.br/governanca-corporativa-tem-papel-fundamental-em-tempos-de-crise/>>. Acesso em: 03 set. 2021.

GEOCZE, Z. B. Níveis diferenciados de governança corporativa e o efeito sobre o risco de suas ações. **Revista de Finanças Aplicadas**, p. 1-23, 2010.

GU, X.; YING, Z.; ZHANG, W.; TAO, Y. *How do firms respond to COVID-19? First evidence from Suzhou, China*. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 56, n. 10, p. 2181-2197, 2020.

HISCOTT, J.; ALEXANDRIDIS, M.; MUSCOLINI, M.; TASSONE, E.; PALERMO, E.; SOULTSIOTI, M.; ZEVINI, A. *The global impact of the coronavirus pandemic*. **Cytokine Growth Factor**. Rev. 53, p.1-9, Jun. 2020.

HUANG, Y.; YANG, S.; ZHU, Q. *Brand equity and the Covid-19 stock market crash: Evidence from U.S. listed firms*. **Finance Research Letters**, p. 101941, 2021.

_____. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigos-CodigosdasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>. Acesso em: 11 jul. 2021.

_____. **Código brasileiro de governança corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2016. Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/F8/D2/98/00/02D885104D66888568A80AC2/Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa_1_.pdf>. Acesso em: 11 jul. 2021.

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

LEMES, J.; RIGO, A.; CHEROBIN, A. P. M. S. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

LIU, H.; YI, X.; YIN, L. *The impact of operating flexibility on firms' performance during the COVID-19 outbreak: evidence from China*. *Finance Research Letters*, v. 38, p. 101808, 2021.

MARTINS, O. S.; SILVA, C. C. S. Valor e práticas de governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, Salvador, v. 5, n. 3, p. 26-41, 2015.

MAZUR, M.; DANG, M.; VEGA, M. *COVID-19 and the march 2020 stock market crash. Evidence from S&P1500*. *Finance Research Letters*, v. 38, p. 101690, 2021.

ROSSONI, L.; ARANHA, C. E.; MENDES DA SILVA, W. *Does the capital of social capital matter? Relational resources of the board and the performance of Brazilian companies*. *Journal of Management & Governance*, 22(1), 153-185, 2018.

SEVEN, Ü.; YILMAZ, F. *World equity markets and COVID-19: immediate response and recovery prospects*. *Research in International Business and Finance*, v. 56, p. 101349, 2021.

SHEN, H.; FU, M.; PAN, H.; YU, Z.; CHEN, Y. *The Impact of the COVID-19 pandemic on firm performance*. *Emerging Markets Finance and Trade*, v. 56, n. 10, p. 2213-2230, 2020.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

XIONG, H.; WU, Z.; HOU, F.; ZHANG, J. *Which Firm-specific Characteristics Affect the Market Reaction of Chinese Listed Companies to the COVID-19 Pandemic?* *Emerging Markets Finance and Trade*, v. 56, n. 10, p. 2231-2242, 2020.

YAHOO FINANCE. **Cotações B3**. Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/>>. Acesso em: 01 fev. 2022.