

“QUAIS FUNDAMENTOS FINANCEIROS CONTRIBUEM PARA A RESILIÊNCIA DAS EMPRESAS ESTABELECIDAS NO BRASIL?”¹

“WHICH FINANCIAL FUNDAMENTALS CONTRIBUTE TO THE RESILIENCE OF COMPANIES ESTABLISHED IN BRAZIL?”

David Ferreira Lopes Santos

Doutor em Administração (MACKENZIE)
Universidade Estadual Paulista (UNESP)
david.lopes@unesp.br

Elimar Veloso Conceição

Doutorando em Administração (USP)
Universidade de São Paulo (USP)
elimarvc@usp.br

William Fernando Innocêncio da Costa

Bacharel em Administração (UNESP)
Universidade Estadual Paulista (UNESP)
w.costa@unesp.br

RESUMO

Objetivo: Este estudo tem como objetivo avaliar os fundamentos econômicos e financeiros que conferem resiliência às empresas brasileiras diante de crises institucionais e econômicas, como a *subprime*, o *impeachment*, a greve dos caminhoneiros e a COVID-19.

Fundamento: A recorrência de crises no Brasil tem destacado a importância da resiliência empresarial para a sobrevivência e o sucesso dos negócios. No entanto, uma lacuna teórica e empírica persiste na identificação dos fundamentos que compõem a resiliência das empresas nesse contexto.

Método: Utilizando empresas de capital aberto não financeiras, listadas no principal índice da bolsa de valores brasileira durante cada período de crise como amostra, as empresas foram classificadas em grupos resilientes e não resilientes com base no índice de preço de mercado sobre o lucro, sendo a análise conduzida por meio de regressão com dados em painel.

Resultados: Os resultados apontam para a variação dos fundamentos econômicos e financeiros que explicam a resiliência das empresas em cada crise. Em comum, identificou-se que indicadores tradicionais de rentabilidade sobre o investimento e sobre o patrimônio foram positivos e significativos para as empresas resilientes em todas as crises analisadas.

Contribuições: Este estudo contribui para uma melhor compreensão da resiliência empresarial e

¹ Artigo recebido em: 30/11/2023. Revisado por pares em: 05/06/2024. Reformulado em: 13/06/2024. Recomendado para publicação: 05/06/2024 por Marco Aurélio dos Santos (Editor Adjunto). Publicado em: 03/03/2024. Organização responsável pelo periódico: UFPB

destaca que os atributos de resiliência não são uniformes em diferentes crises. No entanto, enfatiza a importância da rentabilidade empresarial como um fator fundamental para enfrentar crises econômicas e institucionais.

Palavras-chave: Desempenho Empresarial. Mercado de Capitais. Incerteza. COVID-19.

ABSTRACT

Objective: This study aims to assess the economic and financial fundamentals that confer resilience to Brazilian companies facing institutional and economic crises such as the subprime, impeachment, the truckers' strike, and COVID-19.

Background: The recurrence of crises in Brazil has emphasized the importance of corporate resilience for business survival and success. However, a theoretical and empirical gap remains in identifying the fundamentals that constitute corporate resilience in this context.

Method: Using non-financial publicly traded companies listed on the main Brazilian stock index during each crisis period as a sample, the companies were classified into resilient and non-resilient groups based on the market price-to-earnings ratio, with the analysis conducted through panel data regression.

Results: The findings indicate variations in the economic and financial fundamentals that explain corporate resilience during each crisis. Nevertheless, it was found that traditional indicators of return on investment and return on equity were positive and significant for resilient companies in all the analyzed crises.

Contributions: This study contributes to a better understanding of corporate resilience and highlights that resilience attributes are not uniform across different crises. However, it underscores the significance of corporate profitability as a fundamental factor in addressing economic and institutional crises.

Keywords: Corporate Performance. Capital Market. Uncertainty. COVID-19.

1. INTRODUÇÃO

A dinâmica do ambiente externo às empresas pode apresentar oportunidades e ameaças ao desempenho organizacional (Chen, Hao, & Li, 2022). Especial atenção se apresenta às empresas quando crises econômicas, políticas, sociais e/ou sanitárias se manifestam em razão do potencial efeito nos resultados de curto e longo prazo (Goncalves *et al.*, 2022).

As crises recentes emergiram como um cenário propício para evidenciar empresas que não apenas resistiram, mas também prosperaram, superando significativamente os resultados médios de seus setores. Esse fenômeno aponta para a presença de características singulares que as destacam de maneira distintiva em meio à concorrência. Tais organizações não apenas demonstraram resiliência diante de desafios, mas também revelaram capacidades excepcionais de adaptação e inovação, consolidando-se como referências notáveis em seus respectivos campos de atuação. (Schapiro & Marinho, 2018; Miroshnychenko *et al.* 2023).

As disparidades nos desempenhos corporativos, tanto entre organizações distintas no mesmo setor quanto entre setores diversos em períodos idênticos, têm sido mais eficazmente explicadas pela Teoria Baseada em Recursos. Essa abordagem parte da premissa de que as empresas são diversas, mesmo quando operam no mesmo setor ou que estejam sujeitas aos mesmos fatores exógenos. Essa diversidade resulta de diferenças em sua estrutura de recursos e gestão, o que influencia suas capacidades de resposta a contingências (Crubellate, Pascucci, & Grave, 2008).

Notadamente, algumas empresas apresentam resultados únicos, medidos por indicadores que refletem características específicas (Souza *et al.*, 2022). No campo das Finanças Corporativas,

estudos têm sido desenvolvidos para compreender quais fundamentos são importantes para explicar o desempenho das empresas, inclusive nos períodos de crises (Pain & Bianchi, 2020).

Entretanto, é importante destacar que a literatura existente sobre o tema apresenta restrições significativas quando se trata de estudos realizados em países emergentes. Essas limitações envolvem tanto a escassez de pesquisas quanto a falta de abrangência em relação a essas regiões específicas, dificultando uma compreensão completa dos fenômenos em contextos emergentes.

Espera-se que esse tema seja ainda mais relevante nestes países, tendo em vista que: i) são países com mercados de capitais, cambiais e de crédito mais sensíveis; ii) as instabilidades sociais e econômicas são mais recorrentes e os reflexos nos níveis de emprego e renda são mais elevados (Araujo, 2019); iii) as taxas de juros são mais elevadas e o acesso ao crédito é reduzido (Bragioni & Santos, 2018).

Essas condições refletem adequadamente a realidade brasileira, para a qual os estudos até o momento são limitados, seja em relação à análise de períodos específicos (Bragioni & Santos, 2018), ao enfoque setorial ou à concentração estrita em resultados de mercado (Silva et al., 2015). Diante disso, verifica-se a existência de um *gap* teórico-empírico relevante tanto para o contexto brasileiro e demais países emergentes por extensão, como também para a própria literatura ao ampliar as discussões sobre os fatores endógenos às firmas que são capazes de criar ou aumentar sua resiliência frente às crises institucionais e econômicas.

O termo resiliência, relacionado ao estudo de crises econômicas, é difuso e por vezes com definições confusas e conflitantes (Tupy, Crocco, & Silva, 2018). Neste estudo, a resiliência é caracterizada como um atributo dinâmico relacionado a capacidade proativa, adaptativa e reativa da empresa em momentos de desequilíbrio externo (Moura & Tomei, 2021). Dessa forma, é crucial ressaltar que cada empresa detém uma resiliência única, a qual já está presente em um determinado momento temporal anterior à crise, manifestando-se subsequentemente ao evento (Conz & Magnani, 2020).

Compreender esse "atributo" e suas características poder contribuir para o direcionamento de empresas, investidores, credores e gestores a promover a longevidade dos negócios. Importa ressaltar que o impacto desses levantamentos pode beneficiar a sociedade, preservando postos de trabalhos, relacionamentos com fornecedores, estabilidade na oferta de produtos e o cumprimento de obrigações financeiras e fiscais.

A sequência temporal das crises examinadas neste estudo inicia-se com a crise do *subprime* norte-americano em 2008, considerada a mais profunda crise global desde o colapso de 1929, resultando em impactos significativos no mercado de capitais brasileiro.

A segunda crise a ser abordada é a institucional, referente ao processo de *Impeachment* da Presidente Dilma Rousseff em 2016. No corolário dessa crise institucional estava a crise econômica apresentada nos anos 2015 e 2016 cuja recessão econômica do Brasil alcançou patamares próximos aos efeitos da crise na década de 1930 (Oreiro, 2017).

A terceira crise institucional e econômica a ser mencionada é a greve dos caminhoneiros de 2018. Embora tenha sido menos impactante em termos de duração e efeitos econômicos do que as duas crises anteriores, essa greve causou rupturas nas cadeias de fornecimento, restrições de circulação, escassez de suprimentos essenciais em todo o país e afetou a estabilidade dos insumos por mais de doze meses em muitas áreas (Candido, Santos, & Rolim Tavares, 2019).

A quarta crise, desencadeada pela pandemia de COVID-19, foi oficialmente declarada pela OMS em 11 de março de 2020 (Amorim, Sales, & Grecco, 2022). O impacto global da pandemia levou diversos países a adotarem medidas drásticas, incluindo o distanciamento social e restrições comerciais, em resposta à alta transmissibilidade do vírus (Silber, 2020). Reis Chain et al. (2022) ressaltam que a pandemia teve impactos adversos em todos os setores econômicos do Brasil.

Este estudo visa avaliar os fundamentos econômicos e financeiros que conferem maior

resiliência às empresas estabelecidas no Brasil diante de crises econômicas e institucionais. Os objetivos específicos incluem levantar as características apontadas na literatura como atributos de resiliência empresarial, identificar as empresas com desempenhos superiores em cada crise analisada e verificar os fatores que caracterizam tais empresas. A pesquisa abrange crises significativas, como a do *subprime* em 2008, o *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff em 2016, a greve dos caminhoneiros em 2018 e a pandemia de COVID-19 em 2020. Ao desvendar os atributos e características essenciais que impulsionam a resiliência, esta pesquisa busca oferecer orientações valiosas a empresas, investidores e gestores, visando fomentar a sustentabilidade e longevidade dos negócios.

Para atender os objetivos propostos, o referencial teórico explora a definição de resiliência e sua relação com fundamentos financeiros, além de revisar evidências empíricas durante crises. Os procedimentos metodológicos detalham a abordagem adotada, seguidos pelos resultados e discussões que apresentam e analisam os dados. As considerações finais resumem os principais achados, discutem implicações e apontam limitações, enquanto a conclusão recapitula os objetivos e destaca a contribuição do estudo, encerrando com possíveis direções para pesquisas futuras.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção introduz o conceito de resiliência e explora na literatura os fundamentos econômico-financeiros, que podem definir e fundamentar o modelo empírico a ser desenvolvido.

2.1. Definição de Resiliência e sua Relação com os Fundamentos Financeiros

O termo resiliência, etimologicamente, se define como a capacidade de se recuperar, oriundo do latim, *resiliens*, remete aos fatores físicos como a capacidade de um determinado material absorver ou suportar impactos, biológicos advindos da condição de adaptabilidade das espécies e comportamentais estudados pelas ciências humanas (Brandão, Mahfoud, & Gianordoli-Nascimento, 2011). De maneira complementar, Brand e Jax (2007) salientam a amplitude do termo resiliência, o que por sua vez, problematiza um consenso e o dilui entre dimensões heurísticas, metafóricas ou normativas.

Apesar do termo resiliência ter origem na ecologia, sua valia e perfil generalista permite sua aplicabilidade em diversas disciplinas científicas, dentre essas a resiliência empresarial, que se refere à capacidade de uma companhia manter estabilidade do desempenho financeiro frente aos períodos de crise (Brand *et al.*, 2022).

A compreensão da resiliência empresarial vai além dos indicadores econômico-financeiros; outros elementos desempenham um papel importante na identificação das chamadas "companhias *outliers*", como a abordagem da Visão Baseada em Recursos. Essa teoria se concentra na capacidade da empresa de gerenciar seus recursos e aplicar estratégias únicas no mercado, visando mitigar ameaças externas (Turra, Blumenau, & Blumenau, 2017). A resiliência está atrelada ao quão adaptável se apresenta a companhia em diferentes cenários, a teoria das capacidades descreve estágios de adaptabilidade em que as companhias se enquadram aplicando as mudanças de forma gradual, evolutiva ou via rupturas (Magro *et al.*, 2021).

O termo "resiliência" remete a capacidade em estabelecer mecanismos capazes de suavizar ou premeditar perturbações econômicas. Dessa forma, a competência de atravessar crises emerge como resultado de trabalhos consistentes de longo prazo e da evolução da capacidade de adaptação, como técnicas de diversificação de receitas e penetração em novos mercados (Labaš, 2017).

De maneira adicional, Fernandes e Maia (2020) destacam que organizações resilientes geralmente apresentam excesso de capacidade, robustez, adaptabilidade, boa reputação e respeito frente aos agentes econômicos. Em termos práticos, Brand *et al.* (2022) observaram que o gerenciamento de responsabilidade corporativa influenciou a resiliência das empresas em manter o

desempenho financeiro durante a crise do COVID-19, fornecendo segurança e fortalecendo a capacidade de enfrentar adversidades.

No que tange ao cenário nacional, a legislação brasileira segmenta o porte das companhias em Microempresas, Pequenas Empresas, Médias Empresas e Grandes Empresas. Sendo minoritário o grupo de Grandes Empresas, potencialmente mais adaptáveis e resilientes devido ao acesso a crédito e robustez para renegociações de obrigações. Por conta da sensibilidade aos eventos macroeconômicos, essas empresas tendem a adotar medidas preventivas e reativas de forma mais coordenada, contando com um maior apoio do corpo empresarial (Magro *et al.*, 2020).

Desse modo, o porte da empresa, desde que acompanhado do bom desempenho em outros indicadores, é um componente fundamental para a capacidade de resiliência da companhia (Ruiz-Martin, Lopez-Paredes & Wainer, 2018). Entretanto, outros fatores compõem a capacidade das companhias superarem adversidades. Entre estes, são destacados o segmento de atuação, visto que alguns possuem maior previsibilidade das variáveis. Outros componentes como o tempo de mercado, amplitude do portfólio, extensão territorial e a capacidade financeira são preponderantes para classificar uma companhia como resiliente e com potencial de longevidade (Magro *et al.*, 2020).

2.2. Evidências empíricas de indicadores fundamentalistas em períodos de crise

A análise de demonstrações financeiras, conforme definida por Matarazzo (2010), tem como propósito diagnosticar a estrutura financeira da empresa, sua posição no mercado, eficiência na gestão de recursos e fornecer suporte para o desenvolvimento de tendências. Nesse contexto, recursos e obrigações são agrupados de diversas maneiras, considerando fatores como prazo, liquidez, solvência e onerosidade, o que é relevante para a construção de indicadores de desempenho (Lamounier & Souza, 2022).

Dentro dessas condições, o capital de giro refere-se a gestão dos recursos de curto prazo e sua importância diz respeito à capacidade da empresa em controlar suas disponibilidades, obrigações e necessidades de capital no curto prazo (Corelli, 2023; Marques & Braga, 1995; Melo & Coutinho, 2007).

A gestão eficaz do capital de giro é essencial para a solvência de uma empresa. O "Efeito Tesoura," como descrito por Melo e Coutinho (2007), ocorre quando a necessidade de capital de giro supera a disponibilidade, afetando o saldo de tesouraria. Entre as variáveis estudadas, o capital circulante líquido desempenha um papel fundamental na avaliação do equilíbrio financeiro. Um capital circulante líquido positivo indica que recursos de longo prazo são utilizados no curto prazo, enquanto um resultado negativo, como observado por Marques e Braga (1995), denota um desequilíbrio financeiro, com recursos de curto prazo financiando investimentos de longo prazo.

Dallabona, Gonçalves e Radloff (2018) alertam para o risco de falência decorrente da falta de controle do endividamento. Eles observaram que, durante o primeiro mandato do governo Dilma, a composição da dívida melhorou entre as 100 maiores empresas listadas na bolsa brasileira, enquanto as 100 empresas menores enfrentaram uma situação adversa, destacando a importância da robustez financeira para a resiliência.

Outros estudos, como o de Zhang e Sogn-Grundvåg (2022), evidenciam que empresas com dificuldades de acesso ao crédito enfrentam desafios adicionais durante crises, destacando o impacto da restrição de crédito na resiliência empresarial. Além disso, a pesquisa Souza *et al.* (2022) mostrou que empresas de grande porte de capital aberto no Brasil praticamente não sofreram impactos financeiros significativos durante a crise da COVID-19, enquanto aquelas com dívidas mais substanciais experimentaram quedas no desempenho financeiro e na rentabilidade.

Ainda sobre a avaliação de impactos na estrutura de capital, a relação entre a dívida líquida e o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (EBITDA) representa a capacidade da empresa de quitar seu endividamento líquido com os lucros gerados pela operação, antes de

deduzir taxas, impostos, depreciação e amortização (Macdiarmid, Tholana, & Musingwini, 2018). A análise do custo da dívida é crucial para avaliar a qualidade do endividamento de uma empresa, pois reflete as despesas financeiras em relação à dívida total (Alonso-Conde, Javier Rojo-Suárez, 2022).

No que diz respeito às despesas financeiras, estas são compostas por pagamentos de juros de financiamentos e empréstimos, taxas de débito e outros serviços financeiros. Enquanto o passivo oneroso engloba a dívida total, geralmente representada por instrumentos de dívidas de curto prazo, debêntures, empréstimos e demais títulos de dívida (Prasad *et al.*, 2022).

Não obstante, Bragioni e Santos (2018), no estudo relacionado a restrição financeira das empresas brasileiras, indicaram que a despesa financeira confrontada com rubricas contábeis como o EBIT, contribuem para evidenciar a capacidade de cobertura de juros das empresas, rubrica historicamente oscilante e instável na maior parte das empresas de capital aberto brasileiras. Ainda sobre lucratividade, Bansal, Kumar e Kumar (2021) estudaram a manipulação de lucros em países emergentes, através da realidade da Índia nos últimos anos. Os autores identificaram que a margem bruta e margem EBITDA foram os indicadores mais significativos na análise dos *stakeholders*, devido às irregularidades envolvendo custos e despesas.

Quanto maior a margem bruta, maior a eficiência nas operações centrais da companhia. Entretanto, em termos de lucratividade o EBITDA é capaz de sinalizar com maior robustez tais dados (Bansal, Kumar, & Kumar, 2021). A relação EBITDA sobre a receita reflete a margem EBITDA (Ozturk & Karabulut, 2022). Quanto maior a margem EBITDA, maior a porcentagem do impacto do EBITDA sobre a receita líquida da empresa (Neves *et al.*, 2021). Em contraparte, Silva, Macedo e Marques (2012) destacam o lucro líquido como um indicador informacional mais completo e preponderante no que tange o desempenho empresarial.

Os indicadores de rentabilidade estão intimamente relacionados ao endividamento e exigem gerenciamento cuidadoso, pois estão interconectados nas análises de desempenho. Dallabona, Gonçalves e Radloff (2018) observaram que a maioria das 100 maiores empresas listadas na Bovespa reduziu seu endividamento de 2011 a 2014, mantendo assim retornos positivos sobre os investimentos, mesmo durante períodos de instabilidade.

No que tange a abordagem de indicadores de rentabilidade, o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é uma das métricas fundamentais para determinar o retorno das atividades da empresa a partir de seus próprios recursos. Levantamentos empíricos apontam que suas variações podem influenciar o valor de mercado das empresas (Oliveira *et al.*, 2017).

Os efeitos de causalidade entre os indicadores rentabilidade, desempenho empresarial e contexto macroeconômico são descritos na literatura, segundo Leite e Silva (2019) entre os anos de 2009 e 2013, o ROE médio das companhias industriais brasileiras foi de 9,90%, representando um desempenho satisfatório e relativamente síncrono com o intervalo entre as crises do *subprime* e a recessão dos anos seguintes a 2013.

Outros fatores também afetam a rentabilidade. Em uma análise de 215.110 empresas de capital aberto globalmente, entre 2016 e 2020, Zhang e Lucey (2022) usaram indicadores ESG da Thomson Reuters e Bloomberg e descobriram que o ESG desempenha um papel significativo na melhoria do ambiente financeiro, resultando em impactos positivos no *Return on Assets* (ROA), *Return on Sales* (ROS), e aliviando restrições financeiras, o que impulsiona os lucros. A rentabilidade deve ser comparada a outras variáveis empresariais para avaliar o desempenho. Desse modo, quando comparada a rentabilidade com o custo de capital da operação tem-se um prenúncio da capacidade de geração de valor da empresa, e para isso, o uso do Retorno Residual do Investimento (RROI) é fundamental (Santos *et al.*, 2021).

O ROIC avalia o retorno do capital investido, calculado como a relação entre o NOPAT (lucro operacional antes dos impostos e despesas financeiras) e o capital total (próprio e de terceiros).

Enquanto o *market-to-book* indica a avaliação de mercado em relação ao patrimônio líquido. Portanto, a atratividade da empresa e as expectativas de lucro ponderadas pelo mercado são fatores cruciais na análise (Silva *et al.*, 2018). O indicador *market-to-book* (M/B) se apresenta como um indicador relevante para medir o *gap* entre o valor contábil e o valor de mercado de uma companhia (Britto, Monetti, & Rocha Lima, 2014).

Dada a importância da rentabilidade, Lima *et al.* (2022) realizaram um estudo objetivando mensurar o desempenho financeiro corporativo de empresas brasileiras listadas entre os anos de 2014 e 2018. Os indicadores escolhidos foram ROIC, ROE e ROA, confirmando a importância destes para estudos de desempenho e performance de companhias.

Ao passo que, o *market-to-book* possui limitações no que diz respeito a metrificacão de expectativas do mercado. De modo complementar, o indicador de preço sobre lucro (P/L) abarca diferentes perspectivas sobre o assunto. Quanto maior o indicador, maior a expectativa em relação aos lucros futuros da companhia analisada (Gilio, 2008).

Alguns autores, como Kim, Jung e Cho (2021) argumentam que variáveis como o *dividend yield* afetam o comportamento das ações e o risco dos ativos, pois empresas que pagam dividendos emitem sinais positivos aos *stakeholders*. No entanto, aquelas que evitam pagar ou fazem pagamentos excessivos podem indicar assimetria de informações e problemas na governança

Ainda sobre a política de distribuição de dividendos, Pamplona *et al.* (2017), no estudo composto pela análise de 64 empresas listas na atual B3 entre os anos de 2010 a 2016, salientaram que em períodos de crises as empresas tendem a manter a distribuição com mesma proporção ao período antecessor a crise, objetivando a satisfação de curto prazo dos acionistas.

De maneira complementar, Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) apontaram que entre os anos 2000 a 2008, empresas do Novo Mercado pagaram 32% mais dividendos que o mercado tradicional, além de serem 20% maiores em termos de valor de mercado. Pressupõe-se a partir de tais evidências empíricas, que as companhias de Novo Mercado apresentaram situação financeira melhor que as tradicionais.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O estudo busca fundamentar-se nas informações econômicas e financeiras das empresas listadas no Índice Bovespa, abrangendo os anos de 2007 a 2022. A extração de dados ocorrerá via *Software Economática®*, possibilitando a construção dos indicadores por meio das demonstrações financeiras dos respectivos anos de estudo.

A escolha do Índice Bovespa como objeto de estudo se deve ao fato de ser o indicador mais expressivo no mercado brasileiro, além de possuir uma significativa capacidade de retratar os impactos macroeconômicos. A amostra de dados apresenta a composição do Índice no período analisado, no intuito de visualizar efeito da causalidade das crises econômicas estudadas.

O processo de amostragem adotado é não probabilístico, dado que a amostra é constituída por empresas não financeiras listadas no Índice Bovespa, divulgado no segundo quadrimestre de 2022, sendo este o principal indicador de desempenho das ações negociadas na bolsa brasileira. Após isso, o tratamento dos dados envolveu a exclusão das empresas que não apresentaram negociação durante as respectivas crises, especialmente aquelas que realizaram o IPO de suas ações durante esses períodos. Vale ressaltar que nem todas as empresas do estudo realizaram o IPO desde a primeira crise investigada. Uma vez definida a amostra, os dados foram organizados em oito grupos de análise, correspondentes a cada uma das quatro crises estudadas, subdivididos entre empresas resilientes e não resilientes.

Os dados obtidos por meio da plataforma Economática® foram: i) balanços patrimoniais trimestrais de cada período; ii) demonstrações de resultados trimestrais correspondentes; iii) preços das ações relacionados aos indicadores que dependem dessas informações

No escopo da análise, as variáveis de controle abrangem aspectos como capital de giro, endividamento, lucratividade, rentabilidade, indicadores de mercado e tamanho. O Quadro 1 oferece detalhes específicos dessas variáveis, com os dados provenientes da plataforma Economática®.

Quadro 1. Variáveis de controle

Dimensão	Indicadores	Fórmula	Sigla	Referência
Capital de Giro	Estrutura de Capital	$\frac{\text{Empréstimos de Curto Prazo}}{\text{Empréstimos Total}}$	EC	(MELO & COUTINHO, 2007; MARQUES & BRAGA, 1995)
	Equilíbrio Financeiro	$\frac{\text{Capital Circulante Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$	EF	(MARQUES & BRAGA, 1995)
Endividamento	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Liq_Corrente	(BERNARDO, ALBANEZ, & SECURATO, 2018)
	Dívida Líquida sobre Ebitda	$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}}$	DivEBITDA	(MACDIARMID, THOLANA, & MUSINGWINI, 2018)
	Custo da dívida	$\frac{\text{Despesas Financeira}}{\text{Passivo Oneroso}}$	Kd	(YUXIN, 2020)
	Ebit sobre Despesa Financeira	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Despesa Financeira}}$	EBITDef	(BRAGIONI & SANTOS, 2018)
Lucratividade	Margem EBITDA	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida}}$	MEBITDA	(SILVA & SANTOS, 2015)
Rentabilidade	ROE	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	ROE	(SILVA & SANTOS, 2015)
	ROIC	$\frac{\text{NOPAT}}{\text{Investimento}}$	ROIC	(BRAGIONI & SANTOS, 2018)
Mercado	Risco discreto	$\sigma_i = \sqrt{\ln\left(\frac{\text{Preço ação}_t}{\text{Preço ação}_{t-1}}\right)}$	Risco	(BRAGIONI & SANTOS, 2018)
	Dividend Yield	$\frac{\text{Dividendos por ação}}{\text{Preço por ação}}$	Div	(KIM, JUNG, & CHO, 2021)
Tamanho	Ativo Total	$\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Não Circulante}$	l_Ativo_Tot	(PEREZ & FAMÁ, 2006)

Fonte: Elaborado pelo autores

Silva, Souza e Sardeiro (2019) utilizaram como variáveis de controle indicadores de mercado, lucratividade, tamanho e rentabilidade para o estudo da estrutura de capital das empresas brasileiras, listadas na B3. Neste trabalho, além das variáveis propostas no referido estudo, foram acrescentadas outras variáveis de controle dentro dos escopos delimitados.

Quanto a variável dependente, a escolha do *market-to-book* se deve ao fato dele refletir o comportamento dos ativos e assimetrias menores como outros indicadores de natureza próxima, como o P/L. Contudo, optou-se pela aplicação de uma transformação logarítmica nos valores registrados pela variável, devido à presença de assimetria significativa em alguns casos dentro da amostra analisada, conforme apresentado no Quadro 2.

Quadro 2. Variável dependente

Dimensão	Indicadores	Fórmula	Sigla	Referência
Mercado	<i>Market-to-Book</i>	$\frac{\text{Preço}}{\text{Valor Patrimonial por ação}}$	l_MB	(SANTOS <i>et al.</i> , 2021)

Fonte: Elaborado pelo autores

Considerando as variáveis descritas, a Equação 1 apresenta o modelo algébrico a ser utilizado para o constructo da presente pesquisa.

$$l_MB_t = a + \beta_1 EC_{it} + \beta_2 EF_{it} + \beta_3 RLiq_Corrente_{it} + \beta_4 PmDivEBITDA_{it} + \beta_5 Kd_{it} + \beta_6 EBITDef_{it} + \beta_7 MEBITDA_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 ROIC_{it} + \beta_{10} Risco_{it} + \beta_{11} Div_{it} + \beta_{12} l_Ativo_Tot_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Onde: l_MB é a variável explicativa que representa o *Market-to-Book*, EC é a Estrutura de Capital, EF representa a variável de Equilíbrio Financeiro, $Liq_Corrente$ é o índice de Liquidez Corrente, $DivEBITDA$ é a Dívida Líquida sobre Ebitda, Kd é o Custo da dívida, $EBITDef$ é o Ebit sobre Despesa Financeira, $MEBITDA$ é a Margem do EBITDA, ROE é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, $ROIC$ é o Retorno sobre o Capital Investido, $Risco$ é a variável que representa o Risco discreto, Div é o Dividend Yield e l_Ativo_Tot é o logaritmo do Ativo Total.

Diversos estudos sobre o desempenho de empresas de capital aberto no Brasil empregam o *market-to-book* como variável analisada. Silva, Souza e Sardeiro (2019) o utilizaram para analisar os fatores que afetam a estrutura de capital das empresas na B3 e Gilio (2008), no estudo da capacidade explicativa das informações contábeis para as assimetrias de *market-to-book* de empresas brasileiras de capital aberto, Jesuka e Peixoto (2023) utilizaram o indicador como variável de controle na análise do impacto do desempenho de 671 empresas brasileiras diante dos efeitos do *rating* soberano (classificação de crédito de um país) e governança corporativa.

Por intermédio da literatura, o estudo buscará conceitualizar a definição de empresas resilientes, a partir da análise fatorial discriminante dos indicadores fundamentalistas, serão apontadas as diferenças entre as empresas. O estudo contará com modelos econométricos de regressão com dados em painel como mecanismo de exposição e análise dos dados, com base em artigos empíricos similares ao assunto.

Conforme expresso no Quadro 3, para verificação de observações resilientes, foram analisadas as companhias que apresentaram PL acima da média de mercado nos trimestres das crises.

Quadro 3. Critérios utilizados para discriminar empresas resilientes e não resilientes

Variável	Crise	Critério	Grupo 0	Grupo 1
P/L	<i>Subprime</i>	Empresas que: i) apresentaram PL acima da média de mercado no trimestre: 1 ou ii) PL abaixo da média do mercado no trimestre: 0	228	116
	<i>Impeachment</i>		210	105
	Greve dos Caminhoneiros		73	69
	COVID-19		303	224

Fonte: Elaborado pelo autores

O Quadro 3 demonstra a separação dos dois grupos com base no comportamento do preço sobre lucro (P/L), considerando que o indicador engloba tanto as expectativas quanto o desempenho dos fundamentos. Os grupos foram separados em empresas resilientes e não resilientes com base no critério de análise por trimestre. A disponibilidade das observações está atrelada a extensão de períodos das crises e a quantidade de empresas presentes no Ibovespa.

Importa destacar o método utilizado para definição dos marcos de início e fim das crises estudadas. A crise do *subprime* teve início com a quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008 e encerrou-se em setembro de 2009. O *impeachment* teve início com o protocolo do ato em dezembro de 2015 e terminou com a aprovação e destituição em setembro de 2016. A greve dos caminhoneiros começou em 21 de maio e terminou em 1 de junho. A crise da COVID-19 começou com o primeiro *lockdown* em março de 2020 e encerrou-se com a primeira pessoa vacinada no Brasil em janeiro de 2021.

No que tange às técnicas de análise de dados, a análise fatorial discriminante tem por objetivo a seleção e classificação eficiente de variáveis que possam melhor discriminar entre grupos distintos, proporcionando uma compreensão mais aprofundada das relações e padrões subjacentes nos dados analisados. (Fávero *et al.*, 2009).

Quanto à abordagem metodológica adotada, a pesquisa assume uma natureza quantitativa, fundamentada na aplicação de modelos de regressão com dados em painel, conforme procedimentos apresentados por Gujarati e Porter (2009) e Hair *et al.* (2016). Para a estimação desses modelos, optou-se pelo método de mínimos quadrados ponderados, utilizando o *software* Gretl. Essa escolha proporciona uma análise robusta e detalhada das relações entre as variáveis, permitindo uma compreensão mais aprofundada dos fenômenos estudados.

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Os resultados descritivos dos modelos empíricos apresentaram ajuste adequado pela Estatística F e os coeficientes de determinação são satisfatórios para esse tipo de análise, conforme apresentado por Gujarati e Porter (2009), especialmente, pela diferença entre o R^2 e o R^2 ajustado ser mínima, sendo que o modelo aplicado para as empresas resilientes mostrou-se mais abrangente, conforme representado no Sumário dos Resultados Estatísticos da Regressão, expresso na Tabela 1.

Tabela 1. Sumário dos Resultados Estatísticos da Regressão

	<i>Subprime</i> (R)	<i>Subprime</i> (NR)	<i>Impeach.</i> (R)	<i>Impeach.</i> (NR)	<i>Greve</i> (R)	<i>Greve</i> (NR)	<i>Covid</i> (R)	<i>Covid</i> (NR)
R ²	0,848	0,575	0,921	0,522	0,994	0,988	0,909	0,532
F (12, 103)	47.973	31.013	89.497	17.971	923,07	443,83	176.785	27.483
P-valor(F)	1,21E-36	2,31E-44	2,9E-45	8,57E-26	1,02E-59	7,84E-54	6,3E-103	3,86E-41
R ² ajustado	0,830	0,556	0,910	0,493	0,993	0,986	0,904	0,512

R = Resiliente, NR = Não Resiliente

O valor-p (P-valor) é uma medida estatística que indica a probabilidade de obter os resultados observados em um teste estatístico. Quanto menor o valor-p, mais forte é a evidência contra a hipótese nula (Fávero *et al.*, 2009). Portanto, com base no valor-p apresentado, os resultados são estatisticamente significativos e não podem ser explicados apenas por variações aleatórias ou ao acaso (Hair *et al.*, 2016). Os modelos empíricos retratam o período referente à Crise do *Subprime* e ao *impeachment* para as empresas Resilientes e Não Resilientes, conforme apresentados na Tabela 2.

Tabela 1. Modelo empírico referente a crise do *Subprime* e *Impeachment*.

	<i>Subprime Resilientes</i>		<i>Subprime Não Resilientes</i>		<i>Impeachment Resilientes</i>		<i>Impeachment Não Resilientes</i>	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
const	3.030	<0,0001†	2.495	<0,0001†	0,285	0,456	-0,374	0,3764
Ec	0,240	0,048¥	0,171	0,0832¤	-0,373	0,0013†	-0,427	0,0013†
Kd	-0,041	0,0118¥	-0,002	0,6632	0,064	0,8063	-0,029	0,7032
EF	-0,205	<0,0001†	-0,012	0,034¥	0,003	0,9209	0,026	0,2055
EBITDef	-0,002	0,0093†	0,000	0,2447	-0,000	0,8846	0,000	0,6091
ROI	1.560	0,0003†	0,114	0,6088	4.474	<0,0001†	3.310	<0,0001†
ROE	2.623	<0,0001†	1.427	<0,0001†	3.214	<0,0001†	1.400	<0,0001†
MEBITDA	0,087	0,2737	0,012	0,8573	-0,777	<0,0001†	-0,205	0,0081†
DivEBITDA	-0,009	0,6651	-0,010	0,0993¤	-0,046	0,0001†	-0,018	0,0031†
Div	-3,855	0,03¥	2.225	0,0006†	5.008	0,0008†	1.192	0,2448

Risco	-0,008	0,935	-0,553	<0,0001†	-0,102	0,6497	-0,705	<0,0001†
Liq_Corrente	0,078	0,0248¥	-0,009	0,6832	0,100	0,0084†	-0,142	<0,0001†
I_Ativo_Tot	-0,168	<0,0001†	-0,127	<0,0001†	-0,015	0,4465	0,040	0,1233

† p<0.01, ¥ p<0.05, ¢ p<0.10

Na crise do *subprime*, a Margem EBITDA foi a única variável consistente na explicação do desempenho das empresas resilientes e não resilientes. Outras variáveis, como custo da dívida (Kd), capacidade de pagamento de juros (EBIT/DF), retorno sobre o capital investido (ROI), dividendos (DIV) e liquidez (Liq), apresentaram resultados contraditórios ou não significativos para um dos perfis, sugerindo que influenciaram a crise de forma diferenciada.

Por outro lado, as variáveis Tamanho (Log_Ativo), Risco, Rentabilidade para o acionista, Equilíbrio Financeiro (EF) e Estrutura de Capital (EC) não puderam ser consideradas fatores explicativos para a diferença entre os perfis de empresas na *crise do subprime*.

Na crise do *impeachment*, variáveis como custo da dívida (Kd), equilíbrio financeiro (EF), capacidade de pagamento de juros (EBIT/Def) e ativo total (I_Ativo_Tot) não se mostraram significativas na explicação do desempenho das empresas resilientes e não resilientes. Enquanto isso, outras variáveis, como *dividend yield* (Div) e risco (Risco), tiveram resultados contraditórios ou não significativos para um dos perfis.

Para ambas as crises, variáveis como tamanho (I_Ativo_Tot), risco (Risco), rentabilidade sobre o investimento (ROI), rentabilidade sobre o patrimônio (ROE), margem EBITDA (MEBITDA), dívida líquida sobre o EBITDA (DivEBITDA) e estrutura de capital (EC) não foram fatores que explicaram a diferença entre os perfis de empresas. Destacam-se também os modelos empíricos representando o período da greve dos caminhoneiros e a pandemia de Covid-19, conforme Tabela 3.

Tabela 3. Modelo empírico referente a greve caminhoneiros e pandemia de Covid-19.

	Greve Caminhoneiros Resilientes		Greve Caminhoneiros Não Resilientes		Covid Resilientes		Covid Resilientes	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
const	2.013	<0,0001†	1.037	0,0157¥	5.712	<0,0001†	255.654	<0,0001†
Ec	-0,334	<0,0001†	-0,461	0,0001†	0,154	0,3298	0,0317	0,8112
Kd	-0,691	0,0004†	0,328	<0,0001†	0,058	0,3532	-0,000	0,9482
EF	-0,004	0,6253	-0,047	0,1339	-0,089	0,0039†	-0,000	0,839
EBITDef	0,004	0,0721¢	0,001	0,1908	-0,000	0,3105	-0,000	0,4083
ROI	6.114	<0,0001†	0,510	0,073¢	1.511	0,004†	-0,227	0,2176
ROE	2.891	<0,0001†	3.011	<0,0001†	0,560	<0,0001†	1.449	<0,0001†
MEBITDA	-0,552	<0,0001†	-0,745	<0,0001†	-0,035	0,8099	0,000	0,9816
DivEBITDA	-0,008	0,0031†	-0,056	<0,0001†	-0,039	0,014¥	0,000	0,6065
Div	-2,190	<0,0001†	0,865	0,4102	-7,332	<0,0001†	-3,592	<0,0001†
Risco	-2,267	<0,0001†	-1,343	<0,0001†	-0,321	0,0585¢	-0,322	0,0008†
Liq_Corrente	0,077	0,0004†	0,090	0,1091	-0,051	0,0342¥	-0,052	0,0196¥
I_Ativo_Tot	-0,068	<0,0001†	-0,020	0,3687	-0,254	<0,0001†	-0,104	<0,0001†

Fonte: elaborado pelo autor.

Entre as crises estudadas, a Greve dos Caminhoneiros se destacou pela sua curta duração, resultando em uma recuperação mais rápida. As indicações de resiliência, conforme a variável dependente, estiveram em linha com o esperado, sugerindo um comportamento mais racional dos agentes de mercado durante essa crise. No entanto, o equilíbrio financeiro (EF) não se mostrou

significativo na explicação do desempenho das empresas resilientes e não resilientes, enquanto as demais variáveis conseguiram explicar os perfis de forma individual ou conjunta.

Algumas variáveis, como o indicador I_Ativo_Tot e a capacidade de pagamento de juros (EBIT/DF), apresentaram resultados contraditórios ou não significativos para um dos perfis, levantando dúvidas sobre sua capacidade de diferenciar o desempenho das empresas durante a Greve dos Caminhoneiros.

No contexto das duas crises, os modelos relacionados à COVID-19, as variáveis como a estrutura de capital (Ec), custo da dívida (Kd), capacidade de pagamento de juros (EBIT/Def) e margem EBITDA (MEBITDA) não se mostraram significativas na explicação do desempenho das empresas resilientes e não resilientes, enquanto outras variáveis tiveram sucesso em explicar os resultados de forma individual ou conjunta.

No entanto, é importante observar que o equilíbrio financeiro (EF) e a dívida líquida sobre EBITDA apresentaram resultados contraditórios ou não significativos para um dos perfis, indicando que não foram fatores diferenciadores no desempenho das empresas durante a crise do COVID-19.

Finalmente, algumas variáveis, como risco (Risco), rentabilidade do acionista (ROE), dividendos (Div), liquidez corrente (Liq_Corrente) e tamanho (I_Ativo_Tot), não parecem ter sido fatores que explicaram as diferenças entre os perfis de empresas durante a crise do COVID-19.

Em um contexto mais amplo, os indicadores de endividamento analisados revelam informações importantes sobre a resiliência das empresas em diferentes crises. A "liquidez corrente" (Liq_Corrente) mostrou-se consistentemente positiva na maioria das crises, sugerindo que empresas com maior liquidez têm menores probabilidades de insolvência, corroborando descobertas anteriores, como as de Dallabona, Gonçalves e Radloff (2018).

Além disso, a "dívida líquida sobre EBITDA" (DivEBITDA) demonstrou significância em três das crises estudadas, seguindo a expectativa de que quanto menor esse indicador, maior a capacidade de pagar o endividamento com a geração de caixa, conforme observado por Macdiarmid, Tholana e Musingwini (2018).

O "custo da dívida" (KD) foi significativo em duas crises, destacando sua importância na qualidade do endividamento, alinhando-se com estudos anteriores, como os de Silva et al. (2018), que enfatizam os riscos associados a custos elevados de dívida.

A "capacidade de pagamento de juros" (EBITDef) apresentou significância em apenas uma das crises, com uma sinalização menos clara. No entanto, a instabilidade do EBIT, mencionada por Bragioni e Santos (2018), pode explicar essa variação.

Apesar da falta de consenso sobre a composição ideal do endividamento, teorias como a *pecking order* indicam uma ordem de preferência na utilização de recursos, priorizando fontes internas, dívidas e, por último, a emissão de ações, como discutido por Cunha (2020) e Silva, Souza e Sardeiro (2019). Isso destaca a importância de avaliar cuidadosamente a estrutura de endividamento das empresas em tempos de crise.

Dois indicadores fundamentais para avaliar a estrutura de capital e endividamento são a "estrutura de capital" (EC) e o "equilíbrio financeiro" (EF). No entanto, em algumas das crises analisadas, esses indicadores apresentaram sinais inconsistentes com a literatura e não mostraram significância, especialmente o equilíbrio financeiro.

Diversas teorias tentam explicar a estrutura de capital e o endividamento. A teoria do *Trade Off*, por exemplo, sugere a existência de um nível ideal de endividamento, determinado pelos benefícios fiscais e custos associados. No entanto, não há consenso sobre como atingir esse nível (Cunha, 2020). Já a teoria do *Market Timing* considera a existência de janelas de oportunidade, com empresas emitindo ações quando os preços estão altos e recomprando quando o mercado está subvalorizado.

A literatura indica que as teorias do *Market Timing* e *Pecking Order* são aplicáveis no contexto

brasileiro (Silva, Souza, Sardeiro, 2019). Assim, é sugerido que o comportamento atípico das variáveis de endividamento em períodos específicos pode estar relacionado à falta de consenso na composição da estrutura de endividamento, especialmente durante momentos de volatilidade no valor de mercado.

Os resultados mostraram que a margem EBITDA teve sinalizações negativas, apesar de sua relevância em mercados emergentes (Bansal, Kumar, & Kumar, 2021). Por outro lado, os indicadores de rentabilidade, como ROIC e ROE, consistentemente apresentaram sinalizações positivas e significativas em todos os períodos, indicando que maior rentabilidade contribui para a resiliência da empresa. Essa alta rentabilidade está associada à eficiência operacional, satisfação dos investidores e menor custo da dívida (Teixeira & Amaro, 2013).

Zhang e Lucey (2022) ressaltam fatores adicionais à rentabilidade, como políticas de ESG (Ambiental, Social e Governança), como impulsionadores da rentabilidade. Isso sugere que empresas de capital aberto que buscam tais implementações podem ser mais resilientes, dado o papel crítico da rentabilidade. No entanto, Lima *et al.* (2022) apontam a falta de evidências de rentabilidades superiores entre empresas pertencentes ao índice ICO2 em relação às demais empresas listadas na B3.

Entre os indicadores de mercado, o "risco discreto" (Risco) mostrou significância em apenas um período, com sinalização negativa, oferecendo informações limitadas sobre o comportamento da variável dependente. Por outro lado, o *dividend yield* apresentou principalmente sinalizações negativas, o que vai de encontro ao esperado para empresas resilientes. O pagamento de dividendos geralmente emite sinais positivos aos *stakeholders*, como indicado por Kim, Jung e Cho (2021). Da mesma forma, Pamplona *et al.* (2017) destacam que, em períodos de crise, as empresas brasileiras tendem a manter o pagamento de dividendos para satisfazer os acionistas a curto prazo.

O indicador de "tamanho," representado pelo "ativo total" (I_Ativo_Tot), é importante, pois ativos maiores geralmente promovem melhores condições de crédito e podem ser usados como garantia (Cunha, 2020). Portanto, quando esse indicador mostra sinalização negativa, em contraposição às expectativas da literatura para empresas resilientes, ele contraria essas ponderações esperadas.

É relevante enfatizar as organizações que se destacaram como as mais resilientes, apresentando indicadores de resiliência superiores à mediana em comparação com todas as empresas analisadas em cada período estudado, como evidenciado na Tabela 4. Essa abordagem permite uma análise mais aprofundada das características distintivas dessas empresas durante os momentos de crise, proporcionando *insights* valiosos sobre os fatores e estratégias que potencialmente contribuíram para seu desempenho excepcional.

Tabela 4. Empresas do Ibovespa mais resilientes nas recentes crises.

<i>Subprime</i>		<i>Impeachment</i>		<i>Greve</i>		<i>Covid</i>	
Empresas	trimestres	Empresas	Trimestres	Empresas	trimestres	Empresas	Trimestres
AMER3	8	MULT3	5	MGLU3	3	MGLU3	7
TOTS3	7	NTCO3	4	TOTS3	3	RAIL3	7
TIMS3	7	FLRY3	4	RADL3	3	RADL3	7
YDUQ3	7	UGPA3	4	B3SA3	3	ALPA4	7
SLCE3	6	CCRO3	4	CVCB3	3	TOTS3	7
BRFS3	5	BRML3	4	MULT3	3	HAPV3	7
NTCO3	5	LREN3	4	RENT3	3	WEGE3	7
LREN3	5	CIEL3	4	WEGE3	3	RENT3	6
B3SA3	5	TOTS3	4	JBSS3	3	CCRO3	6
MULT3	5	DXCO3	4	LREN3	3	FLRY3	5

ABEV3	5	WEGE3	4	ABEV3	3	UGPA3	5
WEGE3	4	EMBR3	4	KLBN11	2	LWSA3	5
DXCO3	4	ABEV3	4	DXCO3	2	YDUQ3	5
SBSP3	4	JBSS3	3	GOLL4	2	B3SA3	5
JBSS3	4	SBSP3	3	ALPA4	2	PCAR3	4
EMBR3	4	CPFE3	3	CYRE3	2	GGBR4	4
MRFG3	4	BRFS3	3	EZTC3	2	DXCO3	4
VIIA3	4	ENGI11	3	CCRO3	2	CSAN3	4
RENT3	4	PCAR3	3	NTCO3	2	EZTC3	4
CCRO3	4	EGIE3	3	-	-	CYRE3	4
-	-	QUAL3	3	-	-	ABEV3	4
-	-	RADL3	3	-	-	LREN3	4
-	-	HYPE3	3	-	-	CRFB3	4

Fonte: elaborado pelo autor

Notadamente, nenhuma empresa foi resiliente em todos os períodos de crise, conforme a Tabela 4. Ressalta-se, entretanto, as companhias de *ticker* TOTS3, LREN3, ABEV3, WEGE3, DXCO3 e CCRO3 apresentaram observações resilientes acima da mediana em todas as crises, indicando maior capacidade de superar momentos de adversidade. Resultado este em concomitância com as observações de Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012), em que companhias do Novo Mercado possuem maior potencial de superar crises.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo em questão teve como objetivo avaliar os fundamentos econômicos e financeiros que permitem às empresas estabelecidas no Brasil maior resiliência para enfrentar as crises econômicas e institucionais, a partir dos seguintes pontos: i) levantar as características apontadas na literatura que constituem os atributos de resiliência; ii) identificar empresas que apresentaram desempenhos superiores em cada crise; iii) verificar quais fatores caracterizam as empresas com desempenhos superiores em cada crise.

Após a conclusão do estudo, os objetivos delineados foram atingidos. Foi estabelecida a relação entre a performance de indicadores econômico-financeiros e de mercado em diferentes esferas, demonstrando seu impacto no desempenho das empresas. Além disso, identificaram-se as companhias com desempenho superior à média do mercado em cada crise, destacando os indicadores que contribuem para a resiliência diante das crises analisadas.

Quanto às implicações deste estudo, proporciona *insights* valiosos para gestores, investidores e credores, ressaltando fundamentos essenciais que merecem atenção especial durante períodos de crise. Assim, firma-se como um parâmetro indispensável para a avaliação criteriosa do desempenho organizacional.

Do ponto de vista do mercado, este estudo oferece *insights* e considerações essenciais para o cenário de capitais. Destaca-se ao proporcionar análises de grande relevância para instituições de pesquisa, gestoras de ativos, assessores de investimentos e outros profissionais inseridos no dinâmico panorama financeiro. Ao abordar temas cruciais, contribui para uma compreensão mais aprofundada e informada das complexidades do mercado. Outro âmbito de mercado abordado é o gerencial, pois o trabalho apresenta diversos indicadores relacionados aos estudos das finanças corporativas. Isso o caracteriza como um potencial instrumento para aprimorar a tomada de decisões gerenciais, especialmente em períodos de crise.

Pela ótica acadêmica, a contribuição para outros estudos ocorre em virtude das diversas esferas analisadas (capital de giro, endividamento, rentabilidade, lucratividade, mercado e

tamanho), os insumos resultantes da segmentação dos fundamentos abre um leque para futuras observações específicas. Dessa forma, contribuindo para os estudos de análise do mercado de capitais brasileiro.

Este estudo apresenta potenciais componentes relacionados a longevidade de empresas brasileiras, bem como, elementos estratégicos aos *stakeholders* e *shareholders*. Sobretudo, se faz necessário o destaque de que empresas mais saudáveis, resilientes e longevas, são potencialmente maiores preservadoras de postos de trabalho, renda e conseqüentemente, recolhimento de tributos com efeitos indiretos no desenvolvimento social.

Deve-se considerar que esse estudo, assim como todo trabalho de pesquisa apresenta limitações, a questão temporal de quando começar e terminar não é tão clara, o critério de resiliência pode comportar mais ou menos empresas a partir de variações do tempo. Ademais, o escopo tem como referência questões fundamentalistas e não considera de maneira direta agregados econômicos (taxa de câmbio, PIB, taxa de juros e desemprego). O estudo delimitou as empresas pertencentes ao Ibovespa em decorrência da sua representatividade econômica e liquidez dos seus ativos financeiros, assim, os resultados não podem ser generalizados para as demais empresas de capital aberto e fechado.

Para investigações futuras, sugere-se aprofundar a compreensão das características específicas que conferem resiliência a empresas de diferentes setores, analisando estratégias específicas adotadas em resposta a crises específicas. A inclusão de variáveis ambientais, sociais e de governança (ESG) pode enriquecer a análise, explorando como práticas sustentáveis podem influenciar a resiliência organizacional. Investigar a influência de fatores macroeconômicos, como políticas governamentais e instabilidades políticas, também seria relevante.

REFERÊNCIAS

- Alonso-Conde, A. B., & Javier Rojo-Suárez. (2022). Trends in the explanatory power of factor-based asset pricing models in determining the cost of capital. *Cuadernos de Gestión*, 22(1), 51–63.
- Amorim, J. Q., Sales, G. A. W., & Grecco, M. C. P. (2022). COVID-19 e os impactos nas políticas de financiamento e investimento. *Revista de Administração Mackenzie*, 23(2), 1-25.
- Araujo, A. (2019). Teoria macroeconômica com fragilidade fiscal. *Revista Brasileira de Economia*, 73(3), 281–297.
- Bansal, M., Kumar, A., & Kumar, V. (2021). Gross profit manipulation in emerging economies: evidence from India. *Pacific Accounting Review*.
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152–174.
- Bragioni, C. A., & Santos, D. F. L. (2018). Restrição financeira e a sensibilidade do fluxo de caixa das empresas brasileiras. *Estudios Gerenciales*, 34(149), 373–384.
- Brand, F. S., et al. (2022). Changes in Corporate Responsibility Management during COVID-19 Crisis and Their Effects on Business Resilience: An Empirical Study of Swiss and German Companies. *Sustainability*, 14(7), 4144.
- Brand, F. S., & Jax, K. (2007). Focusing the Meaning (s) of Resilience: Resilience as a Descriptive Concept and a Boundary Object. *Ecology and Society*, 12(1), 1-16.
- Brandão, J. M., Mahfoud, M., & Gianordoli-Nascimento, I. F. (2011). A construção do conceito de resiliência em psicologia: Discutindo as origens. *Paideia*, 21(49), 263–271.
- Britto, D. P., Monetti, E., & Rocha Lima, J. DA. (2014). Intellectual capital in tangible intensive firms: The case of Brazilian real estate companies. *Journal of Intellectual Capital*, 15(2), 333–348.
- Chen, Y., Hao, S., & Li, A. (2022). Do governmental, technological, and organizational factors influence the performance of financial management systems? *Kybernetes*, 51(3), 1127–115.

- Conz, E., & Magnani, G. (2020). A dynamic perspective on the resilience of firms: A systematic literature review and a framework for future research. *European Management Journal*, 38(3), 400–412.
- Corelli, A. (2023). *Analytical Corporate Finance*. (Cap. 11, pp. 369-406). Switzerland, Springer.
- Crubellate, J. M., Pascucci, L., & Grave, P. S. (2008). Contribuições para uma visão baseada em recursos legítimos. *Revista de Administração de Empresas*, 48(4), 8–19.
- Cunha, R. P. DA. (2020). Teorias De Estruturas De Capital – Pecking Order – Trade-Off – Market Timing: Uma Revisão De Literatura. *Revista Ibero-Americana de Humanidades, Ciências e Educação*, 6(12), 105–118.
- Dallabona, L. F., Radloff, E. G., & Gonçalves, M. (2018). Fatores Determinantes da Composição e Endividamento das Empresas Listadas na BM&FBovespa entre os Mandatos Presidenciais Lula (2007-2010) e Dilma (2011-2014). *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 6(3), 54-74.
- Fávero, L. P., et al. (2009). *Análise de dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Gilio, L. (2008). Análise da capacidade explicativa de informações contábeis para o índice market-to-book de empresas listadas no Ibovespa. *Congresso Controladoria e Contabilidade USP*, 1-17.
- Goncalves, C. P., et al. (2022). The impact of COVID-19 on the Brazilian Power Sector: Operational, commercial, and regulatory aspects. *IEEE Latin America Transactions*, 20(4), 529-536.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2016). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). New York: Pearson Education Limited.
- Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2023). Governança Corporativa, Rating Soberano, Alavancagem e Desempenho da Firma: uma Análise em Nível Regional. *Revista de Administração, Sociedade e Inovação*, 9(1), 67-85.
- Jucá, M. N., et al. (2016). Endividamento e Estrutura de Ativos: Evidências no Brasil. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(1), 1-19.
- Kim, S., Jung, J. Y., & Cho, S. W. (2021). Does information asymmetry affect dividend policy? Analysis using market microstructure variables. *Sustainability*, 13(7), 1-19.
- Labaš, D. (2017). The impact of organizational crisis preparedness on firm business performance. *Market-Trziste*, 29(1), 75-92.
- Lamounier, W. M., & Souza, R. M. D. E. (2022). A composição do endividamento das firmas e a macroeconomia do capital: uma análise econômica construída por meio de informações contábeis. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 21, e3296.
- Leite, M., & Silva, T. P. DA. (2019). Relação da Estrutura de Capital e do Valor Econômico Agregado no Desempenho Econômico em Empresas Industriais Brasileiras e Chilenas. *Revista Facultad de Ciencias Económicas*, XXVII(1), 11-42.
- Lima, C. R. M., et al. (2022). Corporate financial performance: A study based on the Carbon Efficient Index (ICO2) of Brazil stock exchange. *Environment, Development and Sustainability*, 24, 4323–4354.
- Macdiarmid, J., Tholana, T., & Musingwini, C. (2018). Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015. *Resources Policy*, 56, 16-30.
- Magro, J. J. DE O. F. C. B. D., et al. (2021). Capacidade de Adaptação das Empresas em um Cenário de Crise. *Revista Gestão Organizacional*, 14(1), 33-53.
- Marques, J. A. V. DA C., & Braga, R. (1995). Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. *Revista de Administração de Empresas*, 35(3), 49-63.
- Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de balanços: abordagem gerencial*. (7th ed.). São Paulo: Atlas.
- Melo, A. C. DE, & Coutinho, E. S. (2007 setembro). O Modelo Fleuriet como Indicador Conjunto de

- Solvência e Rentabilidade. Anais do *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 31.
- Miroshnychenko, I., Vocalelli, G., De Massis, A., et al. (2023). The COVID-19 pandemic and family business performance. *Small Business Economics*. e766.
- Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. G. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Revista de Administração*, 47(4), 671-682.
- Moura, D., & Tomei, P. A. (2021). Strategic management of organizational resilience (SMOR): A framework proposition. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 23(3), 536-556.
- Neves, M. E. D., et al. (2021). What factors can explain the performance of energy companies in Portugal? Panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 72(3), 730-752 .
- Oliveira, J. F. DA R., et al. (2017). Indicadores de desempenho e valor de mercado: uma análise nas empresas listadas na BM&F Bovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 9(2), 240-258.
- Oreiro, J. L. (2017). Diagnóstico e uma agenda de Política Econômica. *Estudos Avançados*, 31(89), 75–88.
- Ozturk, H., & Karabulut, T. A. (2022). Impact of financial ratios on technology and telecommunication stock returns: evidence from an emerging market. *Business Perspectives*, 17(2), 76-87.
- Pain, P., & Bianchi, M. (2020). Impacto do investimento em capital humano no desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de energia elétrica listadas na B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão (B3). *Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, 13(2), 104–128.
- Pamplona, E., et al. (2017 outubro). Determinantes do pagamento de dividendo nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras. Anais dos *Seminários em Administração da FEA-USP*, São Paulo, SP, Brasil, 20.
- Perez, M. M., & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 40, 7–24.
- Prasad, K., et al. (2022). Corporate social responsibility and cost of capital: The moderating role of policy intervention. *Research in International Business and Finance*, 60, 101620.
- Reis Chain, D., Vital Januzzi, F., & Miranda Bouzan, P. (2022). Análise dos Efeitos da Covid-19 Sobre o Preço das Ações de Diferentes Setores do Mercado Brasileiro. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 10(2), 22–41.
- Ruiz-Martin, C., Lopez-Paredes, A., & Wainer, G. (2018). What we know and do not know about organizational resilience. *International Journal of Production Management and Engineering*, 6(1), 11-28.
- Santos, D. F. L., et al. (2021). Influência do risco financeiro na criação de valor na indústria alimentícia de empresas listadas na B3. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(1), 114–133.
- Schapiro, M. G., & Marinho, S. M. M. (2018). Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. *Revista Direito e Práxis*, 9(3), 1424–1461.
- Silber, S. D. (2020). A fragilidade econômica e financeira na pandemia do Sars-COVID-19. *Estudos Avançados*, 34(100), 107–115.
- Silva, A. F., Macedo, M. A. DA S., & Marques, J. A. V. DA C. (2012). Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 a 2007: uma discussão com foco nas variáveis, FCO e EBITDA. *Revista Universo Contábil*, 21, 06–24.
- Silva, C. T. R., & Santos, D. F. L. (2015). Desempenho financeiro e valor de mercado do setor de telefonia no Brasil. *Revista Ciências Administrativas*, 21(1), 42–67.
- Silva, E. H. D. R., et al. (2015). Análise comparativa de rentabilidade: Um estudo sobre o Índice de Sustentabilidade Empresarial. *Gestão e Produção*, 22(4), 743–754.
- Silva, J. C., et al. (2018). A influência das conexões políticas no custo de capital e no desempenho das

- empresas listadas na B3. *Brazilian Business Review*, 15(4), 317–330.
- Silva, V. D. C. P., Souza, P. V. S. D. S., & Sardeiro, L. D. S. M. (2019). Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto à Luz das Teorias do Trade-Off, Pecking Order e Market Timing. *Anais do Congresso USP de Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasi, 16..
- Souza, T. B., et al. (2022). Impactos da pandemia de COVID-19 na relação entre estrutura de capital e desempenho: análise das empresas listadas na B3. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 21(2), 1–24.
- Teixeira, N. M. D., & Amaro, A. G. C. (2013). Avaliação Do Desempenho Financeiro E Da Criação De Valor – Um Estudo De Caso. *Revista Universo Contábil*, 9(4), 157–178.
- Tupy, I. S., Crocco, M., & Silva, F. F. (2018). Resiliência e impactos regionais de crises financeiras: uma análise para os estados brasileiros - 2007/08. *Economia e Sociedade*, 27(2), 607–636.
- Turra, S., Blumenau, U. R. DE, & Blumenau, U. R. DE. (2017). Resiliência Organizacional: Análise bibliométrica de artigos publicados no portal Scopus. *Revista Gestão & Conexões*, 6(1), 86–107.
- Yuxin, R. (2020). Corporate strategy, Information transparency, and Debt cost based on regression model. *Proceedings of International Conference on Economic Management and Model Engineering*, Chongqing, China, 2.
- Zhang, D., & Lucey, B. M. (2022). Sustainable behaviors and firm performance: The role of financial constraints' alleviation. *Economic Analysis and Policy*, 74, 220–233.
- Zhang, D., & Sogn-Grundvåg, G. (2022). Credit constraints and the severity of COVID-19 impact: Empirical evidence from enterprise surveys. *Economic Analysis and Policy*, 74, 337–349.