

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

JULIANA RIBEIRO SOUZA

**VALOR CORPORATIVO EM PERÍODOS DE CRISE: ANÁLISE DE EMPRESAS
DOS PAÍSES DO G20**

BELO HORIZONTE
2024

JULIANA RIBEIRO SOUZA

**VALOR CORPORATIVO EM PERÍODOS DE CRISE: ANÁLISE DE EMPRESAS
DOS PAÍSES DO G20**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Controladoria e Contabilidade.

Área de concentração: Controladoria e Finanças.

Orientador: Dr. Ewerton Alex Avelar

Coorientador: Dr. Sergio Louro Borges

BELO HORIZONTE
2024

Ficha Catalográfica

S729v Souza, Juliana Ribeiro.
2024 Valor corporativo em períodos de crise [manuscrito] : análise de empresas dos países do G20 / Juliana Ribeiro Souza – 2024.
1 v.: il.

Orientador: Ewerton Alex Avelar.

Coorientador: Sergio Louro Borges.

Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade.

Inclui bibliografia e apêndices.

1. Empresas – Finanças – Teses. 2. Crises financeiras – Teses. 3. Grupo dos Vinte – Teses. I. Avelar, Ewerton Alex. II. Borges, Sergio Louro. III. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade. IV. Título.

CDD: 332

Elaborado por Leonardo Vasconcelos Renault CRB-6/2211
Biblioteca da FACE/UFGM. – 204/2024



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

FOLHA DE APROVAÇÃO

Valor Corporativo em Períodos de Crise: Análise de Empresas dos Países do G20

JULIANA RIBEIRO SOUZA

Tese de Doutorado defendida e aprovada, no dia doze de julho de dois mil e vinte e quatro, pela Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais constituída pelos seguintes professores:

Ewerton Alex Avelar - Orientador

UFMG

Sérgio Louro Borges - Coorientador

UFJF

Renata Turola Takamatsu

UFMG

Octávio Valente Campos

UFMG

Antônio Artur de Souza

UFMG

Thiago de Sousa Santos

IFSULDEMINAS

Joyce Mariella Medeiros Cavalcanti

UNP

Belo Horizonte, 12 de julho de 2024.



Documento assinado eletronicamente por **Ewerton Alex Avelar, Professor do Magistério Superior**, em 15/07/2024, às 12:21, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Renata Turola Takamatsu, Professora do Magistério Superior**, em 15/07/2024, às 12:46, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Octavio Valente Campos, Chefe de departamento**, em 15/07/2024, às 14:08, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Joyce Mariella Medeiros Cavalcanti, Usuário Externo**, em 15/07/2024, às 14:14, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Thiago de Sousa Santos, Usuário Externo**, em 15/07/2024, às 14:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Sergio Louro Borges, Usuário Externo**, em 15/07/2024, às 18:15, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Artur de Souza, Professor do Magistério Superior**, em 16/07/2024, às 10:36, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3299109** e o código CRC **C6AB418C**.

Aos meus amados Pai e Irmão, Júlio César e Carlos Henrique, que sempre acreditaram na minha capacidade e contribuíram incondicionalmente para a realização dos meus sonhos.

AGRADECIMENTOS

À Deus pela vida, pela determinação e pela força para lutar pelos meus sonhos. Sou grata por todas as oportunidades concedidas para concretizá-los, pelas bênçãos, ensinamentos e pelos anjos enviados que tornaram esse sonho possível. Por tudo isso, minha gratidão será eterna.

Ao meu pai Júlio, a quem devo tudo, minha eterna gratidão. Sem o senhor, eu jamais teria alcançado tanto. Apesar das dificuldades e da falta de oportunidades que a vida lhe impôs, o senhor nunca hesitou em me incentivar a perseguir os meus sonhos. Mesmo com recursos limitados, fruto do trabalho árduo na roça, o senhor fazia o possível para nos proporcionar o melhor. Sei que talvez nunca tenha imaginado que os seus incentivos me levariam tão longe, mas cada palavra e gesto foram fundamentais para moldar quem sou. O seu esforço em nos orientar, mesmo diante de tantas renúncias pessoais, inspirou em mim o desejo de ir além e alcançar algo maior. Desde cedo, decidi que o meu maior sonho seria dar orgulho ao senhor e retribuir toda dedicação, amor e cuidado que sempre nos ofereceu. Embora não houvesse uma meta clara inicialmente, encontrei na vida acadêmica o caminho para concretizar esse propósito. Com este trabalho, cumpro mais uma etapa dessa jornada, encerrando um ciclo importante e iniciando minha vida profissional. Sei que este é apenas o começo, mas cada fase cumprida é uma forma de honrar tudo o que o senhor fez por mim. Muito obrigada, Pai, por todos os ensinamentos, pelos incentivos incansáveis, por compreender a minha ausência em prol dos estudos, e acima de tudo, por ser meu exemplo de vida. Tenho tanto orgulho de ser sua filha!

Ao meu irmão Carlos, minha profunda gratidão pelo apoio incondicional, pela torcida constante e por entender meu sonho, acreditando sempre que eu conseguiria alcançá-lo. A distância e os percalços da vida nos afastaram em alguns momentos, mas o amor e a conexão que compartilhamos sempre nos trouxeram de volta. Muito obrigada por tudo!

À Clelza, a mãezinha que Deus colocou na minha vida, minha eterna gratidão por todo o cuidado, apoio, amor, carinho e torcida incondicional. Você sempre acreditou em mim, mesmo em momentos que eu mesma duvidava. Sua presença é um presente especial e inestimável na minha trajetória. Muito obrigada!

À Márcia, uma grande amiga que me acolheu como filha, tornando-se outra mãezinha que Deus colocou em minha vida. Sempre acreditou na minha capacidade de chegar longe, sonhando

inclusive, com conquistas ainda maiores. Você é uma verdadeira luz, sempre encontrando formas de cuidar e proteger aqueles que estão ao seu redor. Comigo não foi diferente: estive ao meu lado, me apoiando, protegendo e incentivando em cada passo da minha jornada. Minha eterna gratidão por tudo. Muito obrigada!

Aos anjos, que geralmente chamamos de amigos, sem os quais esse doutorado não teria sido possível. Eles sempre estiveram ao meu lado em todos os momentos, vibrando com cada conquista e me acolhendo com carinho e cuidado nas horas mais difíceis. Minha gratidão de todo coração à Fernanda, Joyce (o anjo que me salvou inúmeras vezes com as burocracias e dificuldades do curso, e que se tornou uma grande amiga), Lua, Vagner, Dayane, dona Dadá, Júnior e a professora Alessandra. Sem vocês, eu não teria chegado até aqui. Ademais, agradeço também a todos os outros amigos e familiares que contribuíram para essa jornada, com carinho especial, ao Tio Celso, Vó Helena, Tia Cláudia, Marielle, Laís, Vanessa, Adriana, Adriana M., dona Rita, sr. Zé, Jurandir, Glória, Francisco, Ignácio, Dennis, Brena, Renan e William. Vocês fizeram toda a diferença e deixaram esta conquista ainda mais especial. Muito obrigada!

Ao professor Dr. Ewerton Alex Avelar, meu estimado orientador. Não conseguirei expressar aqui o tamanho da minha gratidão. Então, vou registrar um pedacinho dela. Ao aceitar ser meu orientador, você resgatou um sonho totalmente perdido que parecia ter chegado ao fim. Não apenas se dispôs a enfrentar esse problema, mas como chegou na primeira reunião com um plano completo para a sua salvação. Me apoiou e continuou confiando no meu potencial mesmo diante de inúmeras adversidades. Ewerton, você não apenas salvou meu curso e minha vida acadêmica, mas também devolveu minha confiança, meu ânimo e minha determinação para retomar a caminhada em direção à realização dos meus sonhos. Como agradecer a isso? Não tenho palavras suficientes, então vou repetir a frase que colocava ao final de cada e-mail trocado: Muito obrigada por tudo, sempre! Desde a graduação, você tem sido um exemplo de pessoa e professor pra mim. Talvez não tenha dimensão da importância que exerce na minha vida, mas tenha a seguinte certeza: a gratidão será eterna.

Ao professor Dr. Sérgio Louro Borges, meu estimado coorientador. Também não tenho palavras suficientes para agradecê-lo. Aceitou junto ao professor Ewerton participar desse resgate e me permitiu concluir um sonho. Muito obrigada por tudo, sempre!

Ao professor Dr. José Roberto, outro exemplo de pessoa e de professor. Na graduação, foi um orientador incrível, mas não apenas de Monografia. Aprendi muito nas disciplinas, mas você me ensinou muito mais fora da sala de aula. Sempre me acolheu e ajudou com todas as dúvidas de disciplinas, trabalhos, artigos, pesquisas e direcionamentos da vida acadêmica, sempre com os melhores conselhos. Muito obrigada por tudo, professor.

Ao professor Dr. Antônio Artur, o responsável por me apresentar de fato o mundo da pesquisa. Participar dos seus grupos de pesquisa, ser monitora de disciplinas, entre tantas outras atividades que envolviam a vida acadêmica, me fizeram crescer tanto! Na escola AAS, aprendi não só a pesquisar e trabalhar em grupo, mas a sonhar alto e ir em busca da sua realização desses sonhos. Agora, fui abençoada com o encerramento de um ciclo: o professor que me ensinou tanto na graduação e incentivou a seguir a vida acadêmica, agora me presenteia com sua participação em minha banca de doutorado. Muito obrigada por tudo, Prof.

Aos companheiros de curso, minha sincera gratidão pelos momentos de descontração, pelo apoio nas horas mais desafiadoras, pela generosidade e por termos trilhado essa jornada juntos. Foi muito bom estar com vocês. Um agradecimento especial a Joice, Cássia, Gustavo, Anselmo e Luiz.

Aos professores e membros do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade por todas as oportunidades de aprendizado, de crescimento profissional e pessoal, pelo apoio e todos os incentivos nessa longa jornada. Aos integrantes da secretaria do curso sempre dispostos a ajudar os alunos com as burocracias e a ouvir nossos desesperos. Em especial, aos professores Renata, Jacqueline, João e Juliano, e ao Elias.

A Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) por fomentar a pesquisa acadêmica, contribuindo para minha formação com a bolsa de estudo.

Por fim, a Faculdade de Ciências Econômicas (FACE) e a Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) que me propiciaram a oportunidade de construir toda uma vida acadêmica, com muito crescimento pessoal e profissional.

Tudo neste mundo tem seu tempo; cada coisa tem sua ocasião. Peça a Deus que abençoe os seus planos, e eles darão certo.
(Eclesiastes 3:1; Provérbios 16:3)

RESUMO

A compreensão e a gestão dos elementos que moldam o valor corporativo das empresas são muito importantes tanto para os investidores quanto para as empresas. No entanto, as investigações sobre o valor corporativo frequentemente se concentram em características internas e específicas das empresas, negligenciando o ambiente e o contexto em que elas estão inseridas. Dada essa lacuna, a presente pesquisa objetivou analisar o *market value added* (MVA®) de empresas do Grupo dos Vinte (G20) entre os anos de 2010 a 2023, considerando o contexto das crises recentes (pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia à Ucrânia). A população alvo incluiu empresas listadas nas bolsas de valores dos países membros do G20, e amostra foi definida com base nos dados disponíveis na plataforma *Refinitiv® Eikon*, resultando em uma amostra final de 18.779 empresas de 19 países. Para análise dos dados e investigação das hipóteses de pesquisa, foram empregadas a estatística descritiva, correlação, modelos de regressão com dados em painel e análise exploratória. Os principais resultados evidenciaram que as crises, pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia à Ucrânia, têm efeito significativo para explicar o MVA® de empresas do G20. Além disso, observou-se que os indicadores tradicionais, tamanho, lucratividade, endividamento e risco, direcionam o MVA® de empresas do G20. Constatou-se também que cada setor econômico detém um conjunto único de variáveis que direciona o valor corporativo de suas empresas. A análise das características institucionais dos países elucidou as diferentes conclusões observadas em cada modelo analisado, mas, sobretudo revelou a complexidade e a interligação dos fatores que direcionam o MVA® em contextos e ambientes institucionais diversos. De modo geral, concluiu-se que crises influenciam significativamente o valor corporativo de empresas, com efeitos mensuráveis cuja direção varia conforme o setor e as características institucionais do país de origem. Além disso, que os indicadores econômico-financeiros tradicionais desempenham um importante papel como direcionadores do MVA®. Assim, esta pesquisa contribuiu para a compreensão das características que influenciam o valor corporativo das empresas em contextos de instabilidade econômica, financeira e geopolítica, fornecendo uma base para orientar decisões gerenciais, políticas e estratégicas, com o objetivo de fortalecer empresas e mercados em um cenário global cada vez mais suscetível a desequilíbrios e crises.

Palavras-Chave: *Market value added* (MVA®); Valor corporativo; Crises; Características institucionais; G20.

ABSTRACT

Understanding and managing the elements that shape the corporate value of companies is very important for both investors and companies. However, research into corporate value often focuses on the internal and specific characteristics of companies, neglecting the environment and context in which they operate. Given this gap, this research aimed to analyze the market value added (MVA®) of Group of Twenty (G20) companies between 2010 and 2023, considering the context of recent crises (Covid-19 pandemic and Russia's invasion of Ukraine). The target population included companies listed on the stock exchanges of the G20 member countries, and the sample was defined based on the data available on the Refinitiv® Eikon platform, resulting in a final sample of 18,779 companies from 19 countries. Descriptive statistics, correlation, regression models with panel data and exploratory analysis were used to analyze the data and investigate the research hypotheses. The main results show that the crises, the Covid-19 pandemic and Russia's invasion of Ukraine, have a significant effect in explaining the MVA® of G20 companies. In addition, it was observed that the traditional indicators size, profitability, indebtedness and risk drive the MVA® of G20 companies. It was also found that each economic sector has a unique set of variables that drive the corporate value of its companies. The analysis of the countries' institutional characteristics elucidated the different conclusions observed in each model analyzed, but above all revealed the complexity and interconnectedness of the factors that drive MVA® in different institutional contexts and environments. In general, it was concluded that crises significantly influence the corporate value of companies, with measurable effects whose direction varies according to the sector and the institutional characteristics of the country of origin. In addition, traditional economic and financial indicators play an important role as drivers of MVA®. Thus, this research has contributed to understanding the characteristics that influence the corporate value of companies in contexts of economic, financial and geopolitical instability, providing a basis for guiding managerial, political and strategic decisions, with the aim of strengthening companies and markets in a global scenario that is increasingly susceptible to imbalances and crises.

Keywords: *Market value added (MVA®); Corporate value; Crisis; Institutional characteristics; G20.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Modelo Esquemático da Pesquisa.	26
Figura 2 – Estrutura da Tese.	27
Figura 3 - Síntese de Pesquisas sobre o MVA® e seus Direcionadores Tradicionais ou Econômicos	34
Figura 4 - Eventos de Destaque ao Longo dos Anos.....	41
Figura 5 - Síntese de Pesquisas sobre os Efeitos da Pandemia de Covid-19	46
Figura 6 - Síntese de Pesquisas sobre os Efeitos de Conflitos Geopolíticos.....	52
Figura 7 - Composição do G20	59
Figura 8 - Pesquisas que Consideram os Contextos de Países Emergentes e Desenvolvidos.....	62
Figura 9 - Pesquisas que Analisaram a Adoção das Normas IFRS	65
Figura 10 - Distribuição das Origens Legais.....	68
Figura 11 - Características dos Sistemas Legais <i>Common law</i> e <i>Civil law</i>	69
Figura 12 - Pesquisas que analisaram os Sistemas Legais	71
Figura 13 - Indicadores de Governança Mundial (WGI)	72
Figura 14 - Pesquisas que Analisaram os Indicadores de Governança Mundial.....	74
Figura 15 - Pilares e Subcategorias do Índice de Liberdade Econômica	78
Figura 16 - Pesquisas que Analisaram o Índice de Liberdade Econômica.....	80
Figura 17 - Dimensões da Cultura Nacional	83
Figura 18 - Pesquisas que Analisaram as Dimensões da Cultura Nacional	85
Figura 19 - Operacionalização das Variáveis	94
Figura 20 - Relação entre os Objetivos Específicos, as Hipóteses e as Técnicas para a Análise dos Dados.	98
Figura 21 - Direcionadores de Valor Específicos por Setor	120
Figura 22 - Características Institucionais (inicial) <i>versus</i> Direcionadores de Valor	134
Figura 23 - Características Institucionais (final) <i>versus</i> Direcionadores de Valor	135

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Etapas do processo de amostragem	90
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis analisadas	99
Tabela 3 - Correlação das variáveis analisadas.....	100
Tabela 4 - Direcionadores do valor corporativo para os anos de 2010 a 2023	102
Tabela 5 – Quantidade de Empresas em cada Subamostra Segreda por Setor	105
Tabela 6 - Subamostra Setor de Comunicações.....	107
Tabela 7 - Subamostra Setor de Bens de Consumo Cíclico.....	109
Tabela 8 - Subamostra Setor de Bens de Consumo Não Cíclico	111
Tabela 9 - Subamostra Setor Financeiro	112
Tabela 10 - Subamostra Setor de Saúde.....	115
Tabela 11 - Subamostra Setor de Tecnologia da Informação.....	116
Tabela 12 - Subamostra Setor de Bens Industriais	117
Tabela 13 - Subamostra Setor de Materiais Básicos.....	119
Tabela 14 - Direção da Significância Estatística dos Direcionadores de Valor	121
Tabela 15 - Características dos Países: Nível do Mercado, Sistema Legal e Adoção das Normas IFRS.....	123
Tabela 16 - Características dos Países: WGI – Qualidade Institucional	125
Tabela 17 - Características dos Países: Índice de Liberdade Econômica*	128
Tabela 18 - Características dos Países: Dimensões da Cultura Nacional	130
Tabela 19 - Estatística descritiva da variável valor de mercado agregado (MVA®) por País	171
Tabela 20 - Estatística descritiva da variável lucratividade (LUC) por País	172
Tabela 21 - Estatística descritiva da variável risco (RISC) por País	173
Tabela 22 - Estatística descritiva da variável endividamento (END) por País	174
Tabela 23 - Estatística descritiva da variável tamanho (TAM) por País.....	175

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AAC	Média das Alterações Anormais no Valor da Moeda
AAR	Retorno Anormal Médio Diário
AC	Alterações Anormais no Valor da Moeda
AEM	Gerenciamento de Resultados de Acumulações
ALAF	Alavancagem Financeira
AT	Ativo Total
AR	Retornos Anormais
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BCC	Bens de Consumo Cíclico
BCNC	Bens de Consumo não Cíclico
BETA	Risco em relação ao Mercado
BI	Bens Industriais
BM	<i>Book-to-Market</i>
BNT	Barreiras Não Tarifárias
CAAC	Média Cumulativa das Alterações Anormais no Valor da Moeda
CAAR	Retornos Anormais Médios Acumulados
CAC	Alterações Anormais no Valor da Moeda Cumulativas
CAR	Retornos Anormais Acumulados
<i>CashRatio</i>	Proporção de Caixa
CASOS	Casos Confirmados de Covid-19
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFFP	<i>Conceptual Framework for Financial Reporting</i>
CGL	Capital de Giro Líquido
CI	Capital Investido
CMA	Fator Conservador Menos Agressivo
COMU	Comunicações
CRD	Riscos de Crédito
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DEV	Mercado Desenvolvido
DORO	Despesas Operacionais sobre Receita Operacional
DPS	Dividendos ordinários por ação
DY	<i>Dividend Yield</i>
EBEI	Lucro Antes de Itens Extraordinários
EBIT	Lucro antes de Juros e Impostos
END	Endividamento
ENE	Energia
ESG	<i>Environmental Social and Governance</i>
EUA	Estados Unidos da América

EVA®	<i>Economic Value Added</i>
EVACE	Capital empregado de EVA
EXTRATE	Taxa de Câmbio
FCL	Fluxo de Caixa Livre
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
FDI	<i>Foreign Direct Investment</i>
FDR	Relação Financiamento/Depósito
FIN	Financeiro
FMI	Fundo Monetário Internacional
FT	Força de Trabalho
G	Crescimento
G20	Grupo dos Vinte
G7	Grupo dos Sete
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GAF	Giro de Ativos Fixos
GAT	Giro do Ativo Total
GC	Governança Corporativa
GCG	Giro do Capital de Giro
GEVA	Crescimento do EVA®
GPR	Risco Geopolítico
GVB	Gestão Baseada em Valor
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ILE	Índice de Liberdade Econômica
IMOB	Imobiliário
INF	Inflação
L/P	Lucro/Preço
LC	Liquidez Corrente
LI	Liquidez Imediata
LL	Lucro Líquido
LO	Lucro Operacional
LPA	Lucro por Ação
LR	Lucro Residual
LUC	Lucratividade
MAR	Retorno Ajustado ao Mercado
MATB	Materiais Básicos
MB	<i>Market-to-book</i>
MENA	<i>Middle East and North Africa</i>
ML	Margem Líquida
MO	Modelo de Ohlson

MOM	Momentum
MVA®	<i>Market Value Added</i>
NATO	Membros OTAN
NDTS	Escudo Fiscal sem Dívidas
NOPAT	Lucro Operacional Líquido após Impostos
OECD	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
P/L	Preço/ Lucro
PAST	Retornos Anteriores
PAT	Lucro Após Impostos
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Patrimônio Líquido
PRISMA	<i>Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses</i>
RCR	Rotatividade de Contas a Receber
RDA	Relação Dívida/Ativo
RDPL	Relação Dívida/PL
RISC	Risco
RO	Receita Operacional
ROA	Retorno sobre o Ativo
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROEKE	ROI dividido pelo Custo do Capital Próprio
ROI	Retorno sobre o Investimento
ROIC	Retorno sobre o Capital Investido
ROS	Retorno sobre Vendas
RROI	Retorno Residual do Investimento
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
SAUD	Saúde
SING	Singularidade
TAF	Taxa de Autonomia Financeira
TAM	Tamanho
TANG	Tangibilidade
TI	Tecnologia da informação
TXJ	Taxa de Juros
UE	<i>União Europeia</i>
UKR	Invasão da Rússia à Ucrânia
UTIP	Utilidade Pública
VIF	Fator de Inflação de Variância
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
WGI	<i>Worldwide Governance Indicators</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	18
1.1	Contextualização.....	18
1.2	Problema de Pesquisa	20
1.3	Objetivos.....	22
1.3.1	Objetivo Geral	22
1.3.2	Objetivos Específicos:	22
1.4	Tese Proposta	22
1.5	Justificativa	23
1.6	Modelo Esquemático da Pesquisa.....	25
1.7	Estrutura da Tese.....	27
2	REVISÃO DA LITERATURA	28
2.1	Valor Corporativo e a Gestão Baseada em Valor (GBV).....	28
2.2	Direcionadores do Valor Corporativo	35
2.3	Crises	39
2.3.1	Períodos de Incerteza nas Economias Mundiais.....	39
2.3.2	Crise Pandêmica – Covid 19	42
2.3.3	Invasão Russa à Ucrânia.....	48
2.4	Setores Econômicos e suas Particularidades	54
2.5	O Grupo dos Vinte (G20) e a Dinâmica de Características Institucionais.....	58
2.5.1	O que é G20.....	58
2.5.2	Características Institucionais dos Países.....	60
2.5.2.1	Mercados Emergentes versus Mercados Desenvolvidos	60
2.5.2.2	Normas Internacionais de Contabilidade	63
2.5.2.3	Sistema Legal	67
2.5.2.4	Worldwide Governance Indicators (WGI)	71
2.5.2.5	Índice de Liberdade Econômica	75
2.5.2.6	Dimensões Culturais	81
2.5.3	Explorando a Dinâmica das Características Institucionais do G20	86

3	METODOLOGIA DA PESQUISA	88
3.1	Delineamento da Pesquisa	88
3.2	Seleção da Amostra, Período e Coleta de dados	89
3.3	Variáveis do Estudo	91
3.4	Tratamento dos Dados	95
3.5	Definições Operacionais e Estratégias para Alcance dos Objetivos Específicos	97
4	ANÁLISE DE RESULTADOS	99
4.1	Estatística Descritiva e Correlações das Variáveis.....	99
4.2	Análise dos Direcionadores do MVA®	101
4.3	Análise dos Direcionadores do MVA® por Setor Econômico	104
4.4	Análise das Características Institucionais	122
4.4.1	Caracterização dos Países do G20	122
4.4.2	Características Institucionais e os Direcionadores de Valor	133
5	DISCUSSÕES DOS RESULTADOS.....	141
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	148
	REFERÊNCIAS	153
	APÊNDICES	171
	Apêndice A – Estatística Descritiva das Variáveis por País.....	171

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

No dinâmico ambiente dos negócios, a habilidade de compreender e gerir os elementos que moldam o valor corporativo das empresas é muito importante, tanto para os investidores quanto para as organizações (Amimakmur et al., 2024). Essa compreensão é relevante para orientar decisões relacionadas a investimentos, captação de recursos, atração de novos acionistas, entre outras, uma vez que se pode dizer que o cerne da gestão financeira reside na criação de valor para os acionistas (Santos et al., 2021).

A criação de valor é um dos tópicos mais pesquisados em Finanças Corporativas, e provavelmente continuará a manter esse status, devido, em parte, ao fato de a administração das empresas ser cada vez mais pressionada a oferecer retornos relativos ao valor da remuneração que os executivos recebem (Hall, 2024). Entretanto, analisar o valor corporativo é uma tarefa complexa, em grande parte, devido às diferentes formas de sua mensuração empregadas no mercado e na literatura da área. Nesse sentido, destaca-se que um grande número de medidas de criação de valor para os acionistas foi criado, utilizado e evoluiu nas últimas décadas (Hall, 2024).

Altaf (2016) e Hall (2013, 2018, 2024) realizaram levantamentos de estudos anteriores sobre o valor corporativo e as medidas que o afetam, revelando inconsistência entre os seus resultados e quanto a qual variável melhor explicaria a criação de tal valor. De acordo com Hall (2018), os indicadores ou métricas que determinam esse conceito também progrediram significativamente nos últimos 25 anos. Vários estudos foram realizados nesse período para tentar explicar esse fenômeno (*e.g.*, Sharma & Kumar, 2010; Awan et al, 2014; Ahmed, 2015; Pandya, 2014; Reddy et al., 2015; Ramadan, 2016; Hall, 2016), e seus achados ratificaram ou refutaram e promoveram ou criticaram variadas medidas de criação de valor (lucro por ação, preço/lucro, preço das ações, retorno das ações, valor de mercado, *market-to-book*, etc.).

Nessa conjectura, destacou-se na literatura uma métrica que mensura a geração de riqueza econômica pela empresa, o *Market Value Added* (MVA®) – o valor de mercado agregado – que é determinado pela diferença entre o Valor de Mercado da empresa e o Valor do Capital Investido nela. Essa métrica expressa monetariamente a riqueza gerada, ou seja, o resultado

adicional que representa a criação quando o valor da empresa supera a realização de seus ativos (Assaf Neto, 2024; Budianto & Dewi, 2023). A capacidade de agregar valor econômico deve ser considerada para que se obtenha uma análise mais realista da situação da empresa, de tal forma, que o MVA® é uma métrica importante para avaliar o desempenho e o potencial de criação de valor corporativo (Corrêa et al., 2013).

De acordo com Santos et al. (2021), o valor de mercado reflete a perspectiva dos investidores sobre a capacidade futura de geração de caixa de uma empresa, de tal modo que se o mercado fosse eficiente, o preço da ação deveria espelhar todas as informações que influenciaram esses fluxos de caixa. A criação de valor pode ser mensurada via direcionadores que se baseiam em métricas de desempenhos financeiro e operacional, e devem englobar a perspectiva de crescimento no longo prazo (Santos et al., 2021).

Contudo, o desempenho das empresas está sujeito a mudanças em suas operações e efeitos de eventos que ocorrem no mercado no qual ela está inserida ou fora dele. Esse desempenho pode ser afetado por questões do âmbito econômico, político, tecnológico, sociodemográfico ou internacional (Kapustina et al., 2018). Além disso, não é apenas o preço de mercado de uma empresa que reflete o efeito das informações do mercado e suas mudanças, mas também as informações contidas nas demonstrações contábeis das empresas (Avelar et al., 2022). De tal modo que, os parâmetros econômico-financeiros derivados dessas demonstrações, são além de fundamentos significativos para evidenciar a posição patrimonial e econômico-financeira das empresas, importantes ferramentas empregadas pelo mercado para avaliá-las.

Fatos que se alinham com a importância de considerar o contexto de mudanças econômicas, como a crise decorrente da pandemia de Covid-19 ou a invasão da Rússia à Ucrânia, bem como com a necessidade de ponderar diversas características ao buscar medidas confiáveis para avaliar empresas, uma vez que estas estão expostas a numerosos tipos de risco e a ambientes progressivamente mais complexos (Paredes & Oliveira, 2017).

Portanto, é importante realizar investigações adicionais, adotar novas abordagens e conduzir análises diferenciadas para compreender as complexas relações entre o valor e seus direcionadores, particularmente diante das mudanças nas dinâmicas econômicas, sociais e ambientais (Amimakmur et al., 2024).

1.2 Problema de Pesquisa

A identificação dos principais direcionadores do valor corporativo em uma organização oferece aos gestores a oportunidade de aprimorar continuamente as atividades que contribuem para esse valor, bem como de aperfeiçoar os métodos relativos àquelas atividades que o consomem (Aguiar et al., 2011). Esse aprimoramento é muito relevante no contexto de incerteza e de crises, como os recentes eventos de pandemia de Covid-19 e a invasão da Rússia à Ucrânia, que promoveram perturbações significativas na economia mundial. Tais crises afetaram as economias e mercados de diferentes maneiras, impactando, consequentemente, o desempenho das empresas, e as variáveis que influenciam seu valor.

Segundo Rizvi et al. (2022), à medida que as crises tornam os valores divergentes do curso normal e as perspectivas futuras tornam-se um mosaico, devido à incerteza, à turbulência e aos choques, a importância da avaliação de uma empresa aumenta significativamente. Consoante a isso, o setor a que a empresa pertence pode influenciar o seu valor corporativo, especialmente durante crises, pois, devido às suas particularidades, cada setor absorve e responde às mudanças econômicas ou a eventos em escala global de formas distintas. Tal como observado por autores como Mazur et al. (2021) e Avelar (2022), em que a pandemia não foi igualmente prejudicial para todas as empresas e setores do mercado dos EUA e do Brasil, respectivamente. Enquanto a maioria sofreu e os preços das suas ações caíram, alguns setores se beneficiaram da pandemia e do confinamento resultante.

Diante desse contexto, a análise do valor corporativo tem sido alvo de debates ao longo do tempo, com pesquisas ressaltando sua complexidade e a ausência de consenso sobre as métricas para sua mensuração e definição de direcionadores, como apontado por Hall (2013, 2018). Esses debates também abrangem a adequação de métricas tradicionais contábeis de análise e avaliação, e seu efeito no valor de mercado das empresas (Wet, 2005; Cavalcanti, 2023). Questões que se tornam ainda mais relevantes no contexto das crises mencionadas. Além disso, há uma lacuna quanto a estudos que busquem identificar os principais direcionadores do valor corporativo independentemente do país de origem, bem como se existem diferenças quanto aos direcionadores devido aos setores e às características institucionais dos países em situações de incerteza econômica.

Altaf (2016) destaca que os estudos que investigaram quais métricas seriam superiores para explicar o valor de mercado, concentraram-se principalmente em amostras de países desenvolvidos, de modo que, comparativamente, há poucos estudos enfocando empresas de mercados emergentes. Segundo Kristanti et al. (2022), o mercado de ações desses países é caracterizado por um elevado nível de flutuação dos preços das ações, o que é muito diferente dos mercados de ações relativamente mais estáveis dos países desenvolvidos. Mercados emergentes apresentam características de incerteza devido a problemas de infraestrutura, instabilidade política e econômica (flutuação da moeda), e de regulamentação governamental (Khanra & Dhir, 2017). Destaca-se que esses pontos tendem a se agravar em períodos de crise.

Por essa razão, a investigação de um grupo que abarque tanto países desenvolvidos como em desenvolvimento é de grande valia para o avanço da área e para o aprofundamento do tema, possibilitando a observação do fenômeno em diferentes economias. A avaliação requer análise crítica e consideração das particularidades de cada empresa e do contexto em que opera (Cunha et al., 2014). Portanto, é importante considerar variáveis específicas da empresa e do país ao avaliar o seu valor (Thakur et al., 2019). Nesse cenário, o Grupo dos Vinte (G20) se destaca como uma perspectiva muito relevante, pois reúne os países com as maiores economias do mundo e desempenha um papel importante na definição e no reforço da arquitetura e da governança mundiais em todas as grandes questões econômicas internacionais, estabelecendo-se como o principal fórum de cooperação econômica internacional (G20, 2024).

Posto isso, o problema de pesquisa focado nesta Tese pode ser resumido na seguinte questão: *Como o MVA® de empresas do G20 foi afetado em períodos de crises?* Assim, em adição à análise do valor corporativo e a verificação de quais são os seus direcionadores em diferentes economias, busca-se observar o seu comportamento no contexto de crises recentes como a pandemia de Covi-19 e à invasão da Rússia à Ucrânia.

Dado que a dinâmica de resposta à pandemia e ao conflito geopolítico variou entre os países, examinar características relativas às situações específicas do país e dos setores pode beneficiar as discussões e impulsionar a detecção dos potenciais direcionadores do valor corporativo das empresas em cada um deles. Resultando, em uma possível síntese sobre os direcionadores de valor entre países com estruturas institucionais similares ou divergentes.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do estudo foi analisar o MVA® de empresas do G20 entre os anos de 2010 a 2023, considerando o contexto das crises recentes (pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia à Ucrânia).

1.3.2 Objetivos Específicos:

Para alcance do objetivo geral apresentado, definiram-se e foram cumpridos os seguintes objetivos específicos:

- a) identificar as variáveis direcionadoras do MVA® de empresas dos países membros do G20;
- b) avaliar a relação entre a crise recente da pandemia de Covid-19 e o MVA® de empresas do G20;
- c) avaliar a relação entre a crise recente da invasão da Rússia à Ucrânia e o MVA® de empresas do G20;
- d) examinar a relação entre os setores econômicos e o MVA® de empresas do G20; e
- e) verificar características institucionais associadas ao MVA® de acordo com os diferentes países membros do G20.

1.4 Tese Proposta

Diante do exposto, a Tese proposta e testada é que:

Crises influenciam significativamente o valor corporativo de empresas, com efeitos mensuráveis cuja direção varia conforme o setor e as características institucionais do país de origem. Além disso, os indicadores econômico-financeiros tradicionais desempenham um importante papel como direcionadores do valor corporativo.

1.5 Justificativa

A relevância de se analisar os potenciais efeitos na performance corporativa em face de crises envolve diversas questões econômicas, sociais, acadêmicas e políticas, visto que essa análise vai além da compreensão das respostas de empresas a esses momentos de incerteza, abarcando desdobramentos para o mercado, o ambiente regulatório e a sociedade. Considerar interpretações diversificadas propicia uma compreensão mais abrangente das mudanças relativas às crises, permitindo a formulação e a adoção de estratégias para gestão do risco e da instabilidade que cercam esse contexto.

Pode-se dizer que a pandemia de Covid-19 representou um divisor de águas na história contemporânea, já que ela desencadeou uma crise global sem precedentes. Seus efeitos econômicos foram vastos e abrangentes, afetando praticamente todos os setores da economia, e gerando dificuldades significativas aos mercados em todo o mundo (Achim et al., 2022). Sob a ótica da conjectura da sustentabilidade empresarial, iniciou-se a busca pela compreensão dos efeitos gerados pela pandemia, sendo que alguns estudos investigaram as dificuldades durante o evento (Mulyaningsih et al., 2021; Kaczmarek et al., 2021), outros os efeitos no desempenho econômico-financeiro (Avelar et al., 2022) e a resiliência corporativa (Cardillo et al., 2023) etc. Contudo, ainda existem lacunas na literatura a serem preenchidas e outras vertentes carecem de investigações, por isso, a presente pesquisa busca agregar a área investigando o efeito da pandemia no valor corporativo de empresas de diferentes países.

A respeito da crise derivada da invasão russa à Ucrânia, Yousaf et al. (2022) observam que a literatura sobre o efeito das operações militares nos mercados financeiros ainda é relativamente escassa. Abbassi et al. (2023) salientam a importância de desenvolver estudos que examinem os efeitos desencadeados pela guerra a nível das empresas, pois estudos anteriores sobre o assunto limitaram-se a analisar o comportamento dos principais índices do mercado de ações, e as consequências dos posicionamentos russos que impactaram as relações comerciais globais devido ao remanejamento das relações comerciais. O autor ainda declara a importância de se captar os efeitos nos maiores mercados do mundo, visto que o choque nesses mercados é transferido de forma gradual para os mercados de todo o mundo. Alinhado ao proposto por Abbassi et al. (2023), o estudo ora apresentado tenta preencher essa lacuna de estudos a nível empresa e contribuir para a crescente literatura sobre efeitos econômico-financeiros de operações militares, em especial, da guerra Rússia-Ucrânia.

Nesse cenário, diante de fluxos financeiros instáveis e de uma gestão ineficiente, uma empresa tem a possibilidade de enfrentar uma crise muito antes do que um país ou a economia global como um todo, principalmente devido a perturbações internas (Bieliaieva et al., 2020). Em função disso, conhecer os direcionadores de valor de empresas de um grupo de países contribui para mitigar a ausência de consenso gerada entre estudos que evidenciam diferentes comportamentos de variáveis que influenciam esse valor. Além disso, a identificação por país permite compreender os efeitos de características institucionais e do mercado de cada um sobre o valor de suas empresas.

No que concerne às características do mercado, considerar a relação entre os setores econômicos e o valor corporativo permite ir além das características da unidade empresa. Observar os efeitos das peculiaridades de um grupo que apresenta natureza de negócio, tipo e finalidade de produto ou serviço relacionados e que tende a responder de forma similar a situações do meio em que está inserido (B3,2024), pode fornecer também importantes esclarecimentos sobre como diferentes categorias econômicas são percebidas pelos *stakeholders*.

Ante a perspectiva acadêmica, este estudo contribui para a literatura sobre o tema, considerando as maiores economias do mundo, ampliando o conhecimento sobre a relação entre as informações contábeis e o valor corporativo de empresas, bem como dos efeitos de crises sobre a criação de valor para o acionista, possibilitando uma compreensão mais aprofundada das dinâmicas financeiras e econômicas que impactam as empresas. Além disso, reforça o conjunto de fundamentações da literatura relativas à análise do desempenho de empresas, ressaltando a importância de se considerar fatores exógenos e conjunturais sobre o seu desempenho, e consequentemente do valor; e gera também avanços sobre a compreensão dos efeitos de eventos macroeconômicos como a pandemia e conflitos geopolíticos, destacando sua relevância e servindo de incentivo para o desenvolvimento de outras discussões acerca do assunto.

Em relação às contribuições práticas, este estudo fornece evidências e esclarecimentos para gestores e agentes do mercado sobre a influência de indicadores econômico-financeiros e de crises no valor de mercado de empresas. Conforme Kaczmarek et al. (2021), por exemplo, as políticas de investimento, a alavancagem e a avaliação das empresas podem ser variáveis-chave para proporcionarem “imunidade corporativa” contra a pandemia. Entender as principais mudanças nas atividades das empresas para avaliar o nível de desempenho empresarial em

resposta às crises recentes pode ser útil para os formuladores de políticas, para o desenvolvimento de estratégias de resiliência e sustentabilidade nos períodos de crises; para gerentes e investidores, podem ajudá-los a tomar a melhor decisão para suas atividades gerenciais ou de investimento; e para credores possibilita uma melhor avaliação da capacidade de geração de valor por parte da empresa (Achim, et al., 2022).

Por fim, no âmbito social, a pesquisa ora apresentada evidencia a importância da compreensão dos efeitos da instabilidade econômica e da geopolítica nos mercados financeiros dos países, contribuindo para: (i) o fortalecimento da confiança nos mesmos; (ii) assim como das consequências socioeconômicas das crises analisadas que podem ser empregadas em políticas de recuperação e de sustentabilidade; e (iii) além da transparência e da responsabilidade corporativa ao gerenciar os efeitos de crises e mudanças econômicas em suas operações para transmitir adequadamente o seu valor e performance ao mercado.

Em resumo, investigar o MVA® de empresas do G20, considerando o contexto de crises recentes, representa uma relevante contribuição para a compreensão das características que influenciam o valor corporativo das empresas em períodos de instabilidade econômica, financeira e geopolítica. O estudo torna-se, assim, uma importante base para orientar decisões gerenciais, políticas e estratégicas para sustentar empresas e mercados cada vez mais sujeitos a desequilíbrios econômicos e geopolíticos.

1.6 Modelo Esquemático da Pesquisa

A **Figura 1** apresenta o modelo esquemático da pesquisa que sintetiza o presente estudo, desde a tese que norteia o problema de pesquisa identificado até a metodologia empregada para sua investigação.

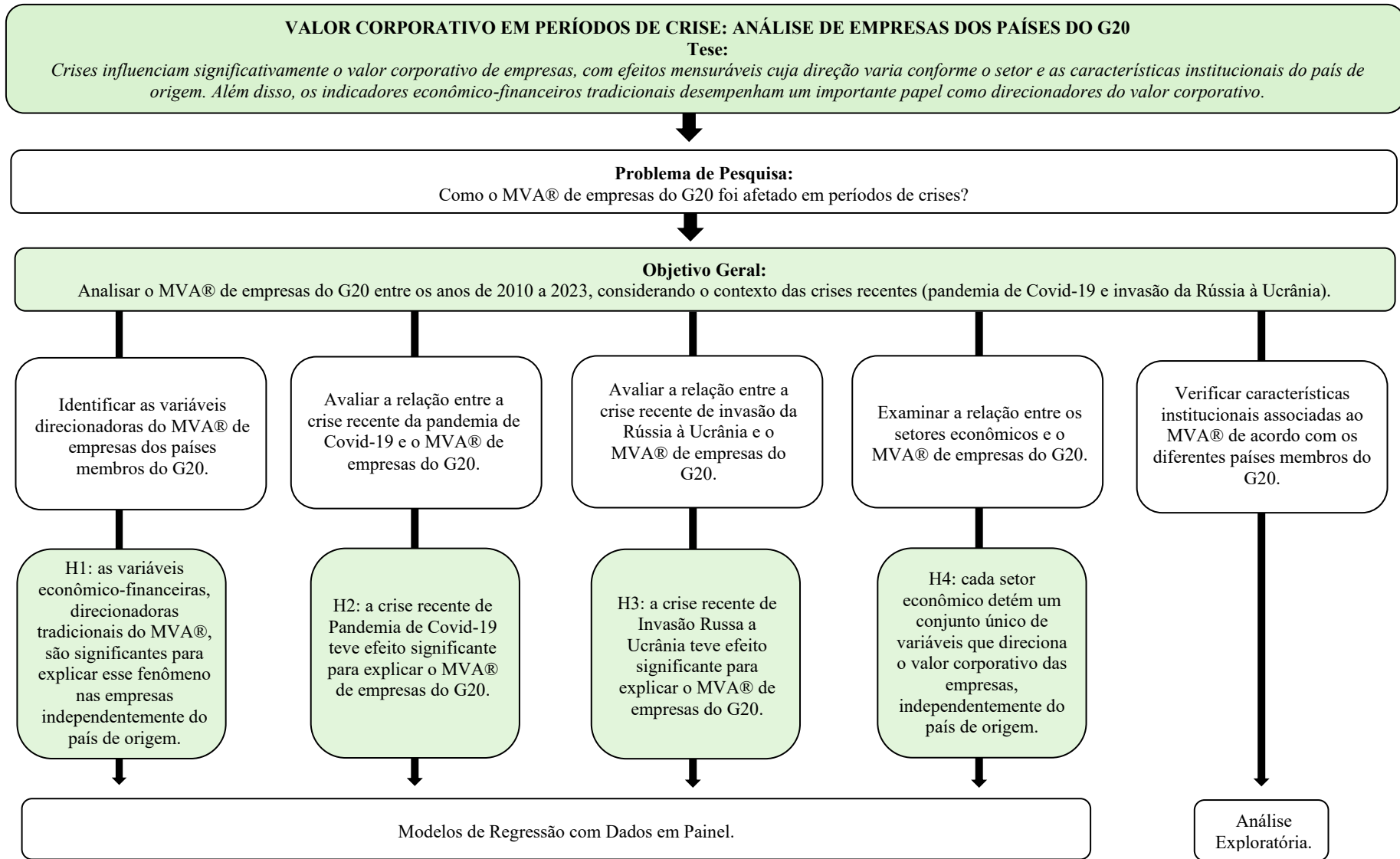


Figura 1 - Modelo Esquemático da Pesquisa.

1.7 Estrutura da Tese

A estrutura desta Tese foi delineada para investigar como o MVA® de empresas do G20 foi afetado em períodos de crises. A **Figura 2** ilustra a organização dos capítulos da pesquisa destacando seu conteúdo.

Capítulo 01: Introdução	Apresenta e contextualiza o problema de pesquisa objeto desta investigação, evidencia os objetivos geral e específicos, a tese proposta, a justificativa para sua realização e contribuições geradas, o modelo esquemático da pesquisa e a estrutura da tese.
Capítulo 02: Revisão da Literatura	Estabelece a fundamentação por meio de uma revisão narrativa da literatura, que discute o valor corporativo e gestão baseada em valor, os direcionadores desse valor, as crises, o G20 e as características institucionais dos países; e declara as hipóteses de pesquisa investigadas.
Capítulo 03: Metodologia de Pesquisa	Descreve a metodologia de pesquisa do estudo, do delineamento da pesquisa, seleção da amostra, período e coleta de dados, as variáveis do estudo e técnicas para o tratamento e análise dos dados, e as definições operacionais e estratégias para alcance dos objetivos específicos.
Capítulo 04: Análise de Resultados	Desenvolve uma análise sobre o MVA® de empresas do G20 entre os anos de 2010 a 2023, considerando o contexto das crises recentes. Para isso identifica os direcionadores de valor; avalia a relação das crises de pandemia de Covid-19 e da invasão da Rússia à Ucrânia; examina a relação dos setores no MVA® identificando os direcionadores específicos para cada um; e verifica características institucionais associadas ao MVA® de empresas do G20.
Capítulo 05: Discussão dos Resultados	Discute os resultados encontrados sob a perspectiva da literatura de Contabilidade e Finanças.
Capítulo 06: Considerações Finais	Retoma os resultados da pesquisa destacando as conclusões de forma crítica e evidenciando suas implicações, bem como as limitações da investigação realizada e as sugestões para pesquisas futuras.
Referências	Apresenta a lista de Referências dos trabalhos que fundamentaram a investigação e as discussões realizadas nesta pesquisa.
Apêndices	Detalha as informações geradas durante a realização da pesquisa.

Figura 2 – Estrutura da Tese.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Valor Corporativo e a Gestão Baseada em Valor (GBV)

Sob a perspectiva da gestão financeira de uma empresa, pode-se dizer que o objetivo central é a criação de valor, pois sua busca direciona a tomada de decisões relativas a investimentos, captação de recursos, atração de novos acionistas, entre outras decisões necessárias às operações da organização (Santos et al., 2021). A realização desse objetivo pode ser concretizada por meio da abordagem da Gestão Baseada em Valor (GBV), que orienta os gestores fundamentando-se em diferentes métricas de valor agregado, e identificando os principais direcionadores de valor e as estratégias financeiras que viabilizam a maximização da riqueza do acionista (Assaf Neto, 2024).

Esse objetivo de maximização da riqueza tornou-se quase um consenso entre acadêmicos, pesquisadores, profissionais de negócios e analistas do mercado de ações enquanto meta da empresa, entretanto, geralmente existem opiniões divergentes sobre como esse valor pode ser identificado, medido e, por fim, maximizado (Kumar, 2013, p. 220). De acordo com Hall (2018), os indicadores ou medidas de criação de valor para os acionistas progrediram significativamente nas últimas décadas. Inúmeros estudos foram realizados nesse período e seus achados provaram ou refutaram, promoveram ou criticaram variadas medidas de criação de valor, e várias são as razões para a popularidade desse tema de pesquisa em Finanças, a mais óbvia talvez seja o vasto número de variáveis criadas para mensurar o valor (Hall, 2016, 2018).

Desta forma, a identificação da métrica mais apropriada para evidenciar a criação (ou a destruição) de valor, assim como a compreensão dos direcionadores desse valor são questões cujas respostas ainda não alcançaram consenso na literatura. Para Tripathi et al. (2017), o crescimento de longo prazo de qualquer empresa depende da sua capacidade de criar valor para seus acionistas. Ela cria valor quando seu resultado ultrapassa o seu custo de capital, ou seja, os retornos gerados pelos investimentos superam a compensação exigida pelos provedores do capital (Assaf Neto, 2024). Desse excedente do resultado em relação ao custo de oportunidade tem-se o lucro residual, cuja métrica mais famosa que é o *Economic Value Added* (EVA®), o valor econômico agregado. Trata-se de uma métrica de desempenho da empresa que reflete a criação de valor, quando positivo, ou a destruição dele, quando negativo.

Outra forma de mensurar a geração de riqueza econômica pela empresa é por meio da métrica, já mencionada, o MVA® que é determinado pela diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor do capital investido. Essa métrica expressa monetariamente a riqueza gerada quando o valor da empresa supera a realização de seus ativos (Budianto & Dewi, 2023). Do ponto de vista do investidor, o MVA® é a melhor medida externa do desempenho de uma empresa (Wet, 2005). A capacidade de agregar valor econômico deve ser considerada para que se obtenha uma análise mais realista da situação da empresa, por isso, conforme Corrêa et al. (2013), o MVA® é uma métrica importante para avaliar a performance e o potencial de criação de valor.

EVA® e MVA® ganharam maior destaque e relevância nas pesquisas acadêmicas relativas ao desempenho e a avaliação de criação de valor de empresas devido às limitações das métricas de avaliações econômico-financeiras tradicionais baseadas nas Demonstrações Contábeis para mensurar e evidenciar o valor corporativo de uma organização, tal como destacam Peixoto (2002), Sharma e Kumar (2010), Kumar (2013), Bhasin e Shaikh (2013), Tripathi et al. (2017) e Cavalcanti (2023). Essas medidas tradicionais em sua maioria são baseadas no lucro que não seria capaz de captar adequadamente a capacidade de criação de valor de uma empresa, pois não considera a variação do dinheiro no tempo e as necessidades de investimento, falhando como um indicador do retorno do capital investido pelo acionista (Rappaport, 2001).

O foco de muitos estudos na área de Finanças se voltou, assim, para o valor da empresa ou a riqueza gerada para o acionista, e as *proxies* que englobam o custo de oportunidade do capital investido e as expectativas de ganhos futuros. Mas, como apontam Aguiar et al. (2011), estas variáveis que buscam o “valor econômico agregado”, também apresentam limitações. Os referidos autores ressaltam, que a determinação do custo de capital apropriado gera dificuldades na determinação do EVA®, dado que “o MVA® de uma empresa pressupõe que o EVA® será perpétuo sem variações nos resultados da empresa e no custo de capital” e que as duas métricas partem também do Lucro Contábil (Aguiar et al., 2011, p. 97). Outros entraves para o emprego do EVA® são: (i) a dependência excessiva de métricas econômico-financeiras, como quantidade de capital investido, margens de lucro, custo de capital, métricas que são muitas vezes incapazes de indicar desempenho futuro; (ii) a elevada orientação financeira, na qual resultados podem ser manipulados pelos gestores; e (iii) não levar em consideração diferenças de tamanho entre as empresas (Altaf, 2016).

Essas insuficiências de cada conjunto de métricas de avaliação da criação de valor para o acionista só fomentou ainda mais a disputa entre os defensores “da melhor métrica de avaliação do valor de uma empresa”: medidas tradicionais da contabilidade *versus* indicadores de valor agregado. Nessa disputa, pode-se dizer que o MVA® se firmou com *proxy* do valor corporativo, e o EVA® passou a ocupar a posição de direcionador desse valor. Ismail (2006) aponta como início dessa disputa, a afirmação de Stewart em 1991, um dos criadores do EVA, de que esta medida seria o principal direcionador do valor para os acionistas. Desde então, vários estudos foram realizados e relataram diferentes conclusões, como a relação estatística fraca ou inexistente entre o EVA® e o retorno das ações, ou entre o EVA® e o valor de mercado (Ismail, 2006).

Em consonância a isso, Altaf (2016) identificou a formação de dois campos de investigação na literatura da área: (i) pesquisadores que argumentam que o EVA® supera as medidas tradicionais baseadas em lucros para explicar o MVA; (ii) os investigadores que evidenciavam que as medidas tradicionais baseadas em lucros superam o EVA® na explicação do MVA. A **Figura 3** sintetiza alguns dos achados dessas pesquisas. Observa-se entre os estudos que em suas análises realizaram essa avaliação, Ramadan (2016) concluiu que o EVA, como indicador do desempenho, é uma função da inflação, da taxa de juros, do indicador de gastos do governo e do produto interno bruto; e Hall (2018) observou que variáveis definidas com base no EVA® apresentam maior efeito sobre o valor do que os indicadores de base contábil. Por outro lado, Wet (2005), Ismail (2006), Kumar (2013), Bhasin e Shaikh (2013), Hall (2016), e o próprio Altaf (2016) não apoiaram a suposta superioridade do EVA® em relação as medidas tradicionais contábeis. Existe uma predominância nos estudos avaliados em relação as variáveis tradicionais contábeis, mas não há um consenso.

Em frente a essas divergências e a tantas outras encontradas na literatura da área, Hall (2016) considera como possíveis motivos para as diferenças entre os resultados dos estudos: (i) a(s) medida(s) de criação de valor para o acionista utilizada(s); (ii) a seleção da amostra; (iii) o país em cujos dados a análise foi realizada; (iv) o(s) procedimento(s) e metodologia(s) estatística(s) empregado(s); e (v) a adoção de uma amostra homogênea para as investigações, sem consideração do fator individual setor, por exemplo. Elementos que evidenciam além das discordâncias acerca do tema, a complexidade envolvida no processo de investigação dessa temática.

Autores	País	Metodologia	Proxy de Valor	Direcionadores	Principais Resultados
Wet (2005)	África do Sul.	Comparação de estudos e uma aplicação prática com em uma amostra de 89 empresas, no período de 1995 a 2004. Análise de Regressão. Observação das correlações e dos valores do R2.	MVA®	EVA®; FCO, ROA, ROE, LPA, DPS, ROIC	Não apoiam a suposta superioridade do EVA®. Sugerem relações mais fortes entre o MVA® e o FCO. O estudo também encontrou muito pouca correlação entre MVA® e LPA, ou entre MVA® e DPS, concluindo que a credibilidade das avaliações de ações baseadas em lucros ou dividendos deve ser questionada.
Pandey (2005)	Malásia	Amostra de 220 empresas listadas na Bursa Malaysia para o período de 1994 a 2002. Excluiu as empresas dos setores financeiro e de valores mobiliários e de patrimônio líquido negativo. Análise de Regressão com Dados em Pannel.	M/B	Tamanho; Beta do ativo; Alavancagem; FCL; Intensidade do Capital; Crescimento (g); variável de interação EVA® x G	Resultados mostram uma forte relação positiva entre EVA® e o M/B. O crescimento, por outro lado, está negativamente relacionado ao M/B. Entretanto, o crescimento associado à rentabilidade econômica influencia positivamente o valor para o acionista. Os resultados também indicam uma relação negativa entre o M/B e o tamanho da empresa e uma relação positiva com o risco do negócio, o risco financeiro e a intensidade do capital.
Ismail (2006)	Reino Unido	Amostra de 2.252 observações anuais de empresas no período de 1990 a 1997. Análise de Regressão com Dados em Pannel.	Retorno das ações	EVA, LL, NOPAT, EBIT, FCO, LR	O NOPAT e o LL superam o EVA® e o LR na explicação do retorno das ações; constatou-se também que os <i>accruals</i> e o FCO possuem conteúdo informacional incremental significativo, enquanto os ajustes contábeis dos proponentes do EVA® têm contribuição significativamente menor na explicação do retorno das ações. Os resultados refutam a afirmação de que o EVA® é de longe a melhor métrica para explicar o retorno.
Sharma e Kumar (2010)	Diversos	Revisão Narrativa da Literatura de 112 artigos publicados sobre a EVA® entre 1994 e 2008. Os estudos são classificados e apresentados com base no período, questões abordadas, distribuição da literatura em diversas fontes, metodologia utilizada, publicações por país e contribuições feitas pelos pesquisadores sobre o conceito.	Diversas	Diversas	Fornece um esquema de classificação, identifica as lacunas na literatura existente e sugere a direção para pesquisas futuras. Observou que estudos realizados nos países desenvolvidos apoiam largamente o EVA®, embora existam também alguns estudos nestes países que consideram as medidas convencionais como melhores ferramentas para a elaboração de relatórios sobre o desempenho empresarial. Contudo, nas economias em desenvolvimento há menos estudos disponíveis que apoiem a validade empírica do conceito como ferramenta de medição do desempenho.

Aguiar et al. (2011)	Brasil	Amostra 125 empresas brasileiras (68% do setor industrial, 5,6% são comerciais, 26,4% de serviços) no período de 2001-2005. Análise de Regressão com Dados em Pannel.	Valor de Mercado	Receita, Crescimento em Receita, Margem de lucro operacional, alíquota de imposto de renda, investimentos em capital de giro e investimento em ativos fixos.	Os direcionadores de valor mais relevantes para o conjunto das empresas foram LO e “investimento em capital de giro”. Existem diferenças entre empresas que atuam em diferentes setores quanto aos principais direcionadores de valor. Portanto, não foi possível confirmar a hipótese de pesquisa.
Kumar (2013)	Índia	A amostra de 996 empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Valores de Bombaim (BSE), de 23 setores, no período de 2000 a 2009. Análise de Regressão com Dados em painel na estrutura dados agrupados (pooled). Regressão univariada e multivariada.	MVA®	EVA®, ROE, ROI, LPA, NOPAT, LL, LR, FCO	O LL, NOPAT, FCO, LPA e até mesmo o LR em alguns setores superam o EVA® na explicação das mudanças no MVA®. Os resultados não corroboram a hipótese, pois o EVA®, embora apresente uma associação significativa com o MVA®, tem um desempenho inferior às medidas tradicionais na explicação do MVA® na maioria dos setores da amostra.
Bhasin e Shaikh (2013)	Índia	Amostra de 5 empresas indianas líderes e mundialmente conhecidas. Utiliza a ANOVA, a análise de tendências e a análise de regressão. Período de cinco anos, de 2006-2007 a 2010-2011. Analisou extensivamente as divulgações do EVA® nos Relatórios Anuais feitos pelo grupo das 500 maiores empresas da Índia.	EVACE	ROE, ROI, LPA	Não há evidências fortes para apoiar a afirmação de Stern Stewart de que o EVA® é superior às medidas de desempenho tradicionais em sua associação com o MVA®. Em 2010-11, apenas 17 empresas de uma amostra de 500, estavam divulgando o EVA® em seus relatórios anuais. 5 das 17 empresas (29,4%), pertence à indústria de software e hardware de computador.
Altaf (2016)	Índia	Amostra de 325 empresas dividida em duas partes: 170 industriais e 155 do setor de serviços, no período de 10 anos (2005-2006 a 2014-2015). Análises de Regressão univariada e multivariada	MVA®	EVA®, LO, PAT, FCL, LPA, ROI, ROCE, ROE	O LO tem uma forte ligação com o MVA® nos setores da indústria transformadora e dos serviços. Para ambos os setores, o EVA® apresenta uma relação mais fraca, mas positiva com o MVA®. Os mercados indianos parecem ser mais dependentes de medidas de desempenho tradicionais (como o LO), mas ao mesmo tempo não se pode excluir que o EVA® não seja o determinante do MVA®. O único argumento que pode ser apresentado é que as medidas de desempenho tradicionais dominam o EVA® na explicação do MVA®.
Hall (2016)	África do Sul.	Empresas da Bolsa de Joanesburgo (JSE). Duas variáveis dependentes e onze variáveis independentes foram aplicadas a cinco setores diferentes para obter o melhor conjunto de impulsionadores significativos de criação de valor para um setor específico. Análise de Regressão com Dados em Pannel.	MVA®, MAR	EVA®, GEVA, REVA, EBEL, NOPAT, LL, ROA, LPA, ROE, ROCE, Spread	MVA® é um indicador melhor do valor criado em comparação com MRA. As variáveis contábeis (LPA, ROA e NOPAT) são superiores às variáveis econômicas (EVA® e ROCE) na explicação da criação de valor, mas os resultados diferem, dependendo da variável dependente escolhida como medida de criação de valor. Para cada setor, há um conjunto exclusivo de variáveis que determinam a criação de valor para os acionistas.

Ramadan (2016)	Jordânia	Amostra de 77 empresas manufatureiras jordanianas listadas na ASE para o período de 2000 a 2014, resultando em 1.085 observações empresa ano que conectam o nível da empresa e o conjunto de dados de séries temporais. Modelo de Regressão de Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) com Dados em Painel não balanceado.	EVA®	IN_R, INF, PIB, LA_F, G_EX, MO_S, ROA, Tamanho.	A IN_R tem um efeito inverso estatisticamente significativo sobre o desempenho. A INF e o G_EX têm um efeito positivo estatisticamente significativo sobre o desempenho. Além disso, o PIB afeta o desempenho e, por fim, o estudo revelou que a MOS e o LA_F não têm efeito estatisticamente significativo sobre o desempenho. Basicamente, conclui-se que o EVA®, como indicador do desempenho, é uma função da inflação, da taxa de juros, do indicador de gastos do governo e do produto interno bruto.
Tripathi et al. (2017)	Índia e China	A pesquisa usa dados de 15 anos (2002-2016) de 260 empresas não financeiras indianas e 254 chinesas. Análise de Regressão com Dados em Painel. Os modelos de regressão são estimados primeiro no período da amostra (2002-2011) e depois testados quanto à previsibilidade no período de 2012 a 2016 (período fora da amostra).	MVA®	EVA®, ROE, ROCE, LPA	Relação positiva e significativa entre o EVA® e o MVA, atrás apenas do ROCE, com uma capacidade de prever o MVA® para a Índia. Em contrapartida, o EVA® não surge como uma medida de desempenho relevante, com o LPA dominando o espaço de medição de desempenho para a China. Apesar disso, o EVA®, juntamente com o ROCE, fornece uma explicação adicional para as variações no MVA® das empresas chinesas. Em suma, o EVA® apresenta um quadro mais confiável da participação da indústria no crescimento econômico da Índia e da China.
Hall (2018)	África do Sul.	Empresas da Bolsa de Valores de Joanesburgo (JSE) no período de 2001 a 2001, utilizando nove amostras diferentes, com empresas pertencentes a cinco setores. Cinco variáveis dependentes e onze variáveis independentes foram aplicadas a nove amostras diferentes para identificar a medida de criação de valor mais adequada em um determinado setor. Análise de Regressão Múltipla com Dados em Painel.	MAR, MVA®, M/B, Q de Tobin, ROEKE	EVA®, GEVA, REVA, EBEI, NOPAT, LL, ROA, LPA, ROE, ROCE, Spread	MAR não forneceram uma medida de valor apropriada. Em vez disso, dependendo do setor específico, o Q de Tobin, o MVA® e o M/B devem ser usados para medir e expressar a criação de valor. Cada setor tem uma medida específica de criação de valor. Além disso, verificou-se que os direcionadores de valor com base econômica são mais significativos do que os direcionadores de valor com base contábil para explicar a criação de valor. Constatou-se que cada setor tem um conjunto exclusivo de variáveis que determinam a criação de valor para os acionistas.
Santos et al. (2021)	Brasil	Amostra de 13 empresas do setor alimentício da B3 com dados disponíveis entre 2013 e 2018. Análise de Regressão com Dados em Painel, utilizando a técnica de mínimos quadrados ponderados.	EVA®, MVA®, RROI, P/L, M/B	Volatilidade do ativo; Beta, Índice de Treynor; Índice de Sharpe; Informatio Ratio	Os riscos presentes no ambiente pertinentes às empresas impactam negativamente na criação de valor. Os resultados operacionais e financeiros das empresas, estão diretamente relacionados à criação de valor por meio de indicadores como o EVA® e o MVA®.

Amimakmur et al. (2024)	Diversos	Utilizou critérios que envolvem a seleção de literatura inglesa revisada por pares com foco nas variáveis que afetam o valor da empresa em instituições financeiras, utilizando métodos de pesquisa quantitativos ou mistos. Realizou uma extensa pesquisa no banco de dados da Elsevier (SCOPUS), restringindo a seleção a 22 artigos para análise aprofundada.	Variadas	Indicadores de: Governança Corporativa; Política de Dividendos; Tamanho da Empresa; Recursos de Terceiros; Desempenho Financeiro; Estrutura de Capital; Responsabilidade Social Corporativa	Variados para cada grupo de indicadores.
Al-Omari et al. (2024)	Jordânia	Amostra de 54 empresas industriais listadas na Bolsa de Valores de Amã durante o período de 2017 a 2021. Análise de Regressão com Dados em Pannel, na estrutura de Efeitos Fixos para todos os quatro modelos econômicos.	Q de Tobin	ROA, ROE, LPA, GAT, GAF, GCG, Payout, DY	Influência favorável das métricas de lucratividade e gestão de ativos sobre a avaliação de uma corporação. A inclusão do pagamento de dividendos como fator moderador na associação entre lucratividade e gestão de ativos resulta em um aumento do valor. A correlação positiva entre o pagamento de dividendos e o valor de uma empresa é atribuída à sua ligação com a lucratividade e a gestão de ativos.

Figura 3 - Síntese de Pesquisas sobre o MVA® e seus Direcionadores Tradicionais ou Econômicos

Nota: EVA®: Valor Econômico Agregado, MVA®: Valor de Mercado Agregado; MAR: Retorno das Ações ajustado; FCL: Fluxo de Caixa Livre; FCO: Fluxo de Caixa Operacional; ROA: Retorno sobre o Ativo; ROE ou RONW: Retorno sobre o Patrimônio Líquido; LPA: Lucro por Ação; DPS: Dividendos ordinários por ação; ROIC: Retorno sobre o Capital Investido; M/B: Market-to-book; P/L: Preço/ Lucro; NOPAT: Lucro Operacional Líquido Após Impostos; CI: Capital Investido; RROI: Retorno Residual do Investimento; ROI: Retorno sobre o Investimento; EVACE: Capital empregado de EVA; LR: Lucro Residual; LL: Lucro Líquido; LO: Lucro Operacional; EBIT: Lucro antes de Juros e Impostos; EBEI: Lucro Antes de Itens Extraordinários; RO: Receita Operacional; PAT: Lucro Após Impostos; ROCE ou ROI: Retorno sobre o Capital Empregado; GEVA: Crescimento do EVA®; REVA: EVA® baseado no valor de mercado do capital econômico em vez do valor contábil do capital; WACC: custo Médio Ponderado de Capital; ROEKE: ROCE dividido pelo custo do capital próprio; GAT: Giro do Ativo Total; GAF: Giro de Ativos Fixos; GCG: Giro do Capital de Giro; DY: Dividend Yield; INF: Inflação; TXJ ou IN_R: Taxa de Juros; PIB: Produto Interno Bruto; FT ou LA_F: Força de Trabalho; G_EX: Indicador de gastos do governo; MO_S: Oferta de Moeda.

Nesse sentido, Ismail (2006) e Chen e Dodd (2001) argumentam que o valor de uma empresa pode ser influenciado por variados fatores que devem ser considerados na criação de riqueza para os acionistas, na avaliação do desempenho e na remuneração da administração. Kapustina et al. (2018) destacam o efeito dos fatores exógenos, como questões econômicas, políticas, tecnológicas, sociodemográficas ou internacionais como influentes nas decisões de negócio e do risco de uma empresa. Segundo Ismail (2006), diversas variáveis podem ser consideradas coletivamente como métricas de desempenho e impulsionadoras do valor para os acionistas. De tal modo, que não se deve limitar a somente aspectos econômicos agregados ou contábeis os possíveis direcionadores do valor corporativo.

Assim, nesta Tese, busca-se compreender por meio da GBV, os efeitos de variáveis econômico-financeiras no MVA® de empresas em diferentes ambientes, no contexto de crises recentes, e observando os setores econômicos e as características institucionais dos países. O objetivo é analisar “como o MVA® é afetado em períodos de crise”, identificando os principais direcionadores de valor e as estratégias financeiras que viabilizam a maximização da riqueza do acionista.

2.2 Direcionadores do Valor Corporativo

Diante do exposto na seção anterior, tem-se que a associação entre as medidas de desempenho econômico-financeiro e a criação de valor corporativo para os acionistas tornou-se uma questão de considerável interesse acadêmico e profissional (Kumar, 2013); e uma das áreas em ascensão de pesquisa em Contabilidade e Finanças entre os pesquisadores de todo o mundo. Embora, o princípio de que o objetivo fundamental da empresa seja maximizar o valor do investimento de seus acionistas seja amplamente aceito sob a perspectiva da gestão financeira, há muito menos consenso sobre como isso é feito (Bhasin & Shaikh, 2013). Ponto em que surgem os “direcionadores de valor”, fatores ou variáveis que influenciam de forma significativa a geração (destruição) de valor de uma empresa. São elementos fundamentais para as estratégias de gestão organizacional, de decisões operacionais e financeiras. Eles também são conhecidos como “*drivers* de valor” ou “determinantes do valor”, e podem se relacionar ao operacional e financeiro de uma empresa, bem como ao contexto em que ela se insere (macroeconômico, cultural ou institucional).

A identificação dos direcionadores de valor mais significativos para uma organização proporciona aos gestores oportunidade de aprimorar continuamente as atividades que adicionam valor, bem como de aperfeiçoar métodos relativos àquelas atividades que consomem valor (Aguiar et al., 2011). Pode-se dizer que o entendimento e a administração dos direcionadores são pontos primordiais tanto para os investidores como para as empresas que objetivam otimizar a riqueza de seus acionistas e alcançar um crescimento sustentável (Amimakmur et al., 2024).

Nesse sentido, variáveis baseadas em indicadores econômico-financeiros foram amplamente empregadas como direcionadores de valor ao longo das últimas décadas (*e.g.*, Pandey, 2005; Aguiar et al., 2011; Altaf, 2016; Hall, 2018; Amimakmur et al., 2024). Esses indicadores econômico-financeiros, que representam ou informam a performance de uma empresa, são variados e podem ser gerais ou específicos, dependendo do objetivo da informação. Eles podem se relacionar com capacidade de pagamento e ao cumprimento de compromissos, à rentabilidade, à lucratividade, a estrutura de capital, aos ciclos da atividade e ao mercado. Exemplos incluem o indicador relativo total de ativos, que geralmente evidencia o tamanho de uma empresa; a lucratividade, que demonstra a capacidade de geração de lucros; o nível de endividamento, que apresenta de captação de recursos e a parcela de capital de terceiros em relação aos ativos; e o risco, que avalia como a empresa pode ser impactada por condições e mudanças no mercado financeiro, entre outros. Esses indicadores são calculados a partir de informações das Demonstrações Contábeis ou dados de mercado.

Posto isso, a fim de entender como esses fatores influenciam o valor das empresas, as pesquisas começaram a explorar suas relações em diferentes ambientes e contextos. Kumar (2013), por exemplo, em uma análise intersetorial na Índia testou se o EVA® é um melhor direcionador do MVA® em comparação com medidas tradicionais de desempenho e constatou que as variáveis que direcionam o MVA® das empresas são o Lucro Líquido, NOPAT, FCO, LPA e Lucro Residual, e que elas superam o EVA®. Mais tarde, Altaf (2016) realizou um estudo similar e alcançou resultado semelhante em relação à superioridade das variáveis tradicionais baseadas em lucro, mas detectou como direcionadores mais significativos do MVA® as variáveis Lucro Operacional, a Receita Operacional, Retorno sobre o Capital Investido e ROE. Por outro lado, na África do Sul, Hall (2016) além de identificar o MVA® como a melhor *proxy* de valor corporativo, observou que LPA, ROA e NOPAT direcionam o valor das empresas analisadas.

Siburian e Yohanes (2019) analisaram na Indonésia se o que direciona o MVA® se baseia no valor econômico ou na contabilidade agrupando empresas por setor. Observaram que no setor de saúde e imobiliário se destaca a Contabilidade via o FCO e o ROA, nesta ordem; enquanto no setor de materiais o fator direcionador é o EVA®. Por fim, em uma pesquisa mais recente, ainda no contexto da África do Sul, Hall (2024) investigou como as medidas de criação de valor de vários setores podem ser identificadas e otimizadas para aumentar o crescimento econômico, com o intuito de identificar as melhores medidas de valor para os acionistas, bem como seus respectivos geradores de valor para um setor específico. Seus resultados revelaram novamente que cada setor tem uma medida específica de criação de valor e que o MVA® pode ser considerada a melhor. ROCE, Spread, EVA e ROA o influenciam significativamente.

Destarte, dado que o risco é um fator inerente às decisões de investimentos e endividamento das empresas, Santos et al. (2021) investigaram a influência do risco financeiro na criação de valor na indústria alimentícia. Considerando que estratégias de gestão podem influenciar na redução de assimetrias e na menor exposição dos ativos ao risco sistemático, o que resultaria na influência positiva na criação de valor, constataram que no setor alimentícios o risco presente no ambiente afeta negativamente o valor das empresas. No âmbito de crises, Wulandari e Patrisia (2021) compararam o desempenho financeiro de empresas na Indonésia antes e durante a Pandemia da Covid-19 e observaram que os indicadores de liquidez corrente, liquidez rápida ou imediata, *cash ratio*, relação dívida/PL, relação dívida/Ativo e margem de lucro líquida apresentaram diferenças significativas antes e durante a pandemia. Liquidez e *cash ratio* sofreram reduções, e os demais indicadores aumentaram na pandemia; já as diferenças de ROA, ROE e EVA® não foram significativas.

Por sua vez, Kaczmarek et al. (2021) examinam o que determina o desempenho das empresas de viagens e lazer durante uma pandemia em 52 países e observaram que empresas com alavancagem limitada e investimentos elevados foram imunes à quebra induzida pela pandemia no período analisado; e os países com menos individualismo podem estar melhor posicionados para lidar com a pandemia. Avelar et al. (2022) avaliaram os efeitos da pandemia de Covid-19 no desempenho econômico-financeiro das companhias abertas brasileiras, detectaram redução do valor de mercado e da rentabilidade; e aumento dos ciclos de atividades e do endividamento. Já Abbassi et al. (2023) examinaram a influência da guerra Rússia-Ucrânia no G7, e constataram que os preços das ações são frágeis aos riscos geopolíticos e à dependência comercial; e

encontram evidências de uma anomalia de tamanho e de alto risco associados a um índice *book-to-market* mais elevado.

Os resultados dessas pesquisas não são congruentes, no entanto, evidenciam a influência significativa de variáveis que mensuram a lucratividade, a rentabilidade, risco, investimentos, liquidez, ciclo de atividade, nível de endividamento e efeitos de crises (pandemia e conflito geopolítico) sobre o desempenho e valor da empresa de modo negativo ou positivo, ou seja, afetando a riqueza dos acionistas, e, portanto, a direcionando. Consoante a isso, Ramadan (2016) observa que já é de conhecimento geral que o valor da empresa é afetado por diversos fatores, incluindo como o risco da empresa e as variáveis contábeis clássicas, que incluem retorno sobre o ativo, estrutura de ativos, estrutura de capital, oportunidades de crescimento, bem como aquisições e melhoria na alocação de capital. Ou seja, os indicadores econômico-financeiros influenciam o valor das empresas. Assim, considera-se que as variáveis que direcionam o valor corporativo, o fazem independentemente do país de origem da empresa. Dito isso, propõe-se como a Hipótese 1 de pesquisa que:

H1: as variáveis econômico-financeiras, direcionadoras tradicionais do MVA®, são significantes para explicar esse fenômeno nas empresas independentemente do país de origem.

Apesar das variáveis econômico-financeiras serem elementos importantes para explicar o MVA® das empresas, elas não atuam de forma isolada no direcionamento desse valor, já que o ambiente econômico e os eventos externos também desempenham um papel relevante. Crises econômicas, financeiras ou eventos desestabilizadores podem modificar de forma drástica o contexto no qual as empresas atuam, influenciando sua capacidade de gerar valor e suas vulnerabilidades diante de períodos de instabilidade. Dessa forma, além das variáveis inerentes ao âmbito econômico-financeiro das empresas, para uma compreensão mais abrangente e completa do fenômeno investigado é importante analisar como as crises o afetam. Portanto, o tópico a seguir apresenta os períodos de incerteza nas economias mundiais e discute como as crises recentes, pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia à Ucrânia, influenciam o valor corporativo das empresas, destacando a relevância de examinar esse contexto.

2.3 Crises

2.3.1 *Períodos de Incerteza nas Economias Mundiais*

Pode-se dizer que crises representam períodos de adversidade e incerteza, nos quais as sociedades alcançam um ponto crítico (Paula et al., 2023). Embora tais situações sejam geralmente consideradas temporárias, as análises decorrentes delas frequentemente são marcadas por divergências na compreensão de suas origens e consequências. Momentos de adversidade e incertezas levam mercados financeiros e seus participantes a inflexões (Simonato, 2023). Alterações da liquidez de mercado, geralmente derivam de crises financeiras desencadeadas no próprio país, ou mesmo devido a consequências diretas e indiretas de crises que ocorreram em outras economias (Pinheiro, 2019). Mas, podem ocorrer também devido a períodos de recessão da economia, ou seja, à incapacidade de um sistema gerar riquezas, que podem ocorrer por diversos motivos, desde problemas na gestão de políticas econômicas, eventos ambientais como crises de saúde e produção de alimentos, efeitos indiretos de crises financeiras dentre outros.

Ao longo do último século, várias crises atingiram diferentes países e economias ao redor do mundo, cada uma com natureza e consequências distintas. A Comissão de Valores Mobiliários ([CVM], 2017) e Pinheiro (2019) elucidam em seus trabalhos as principais crises financeiras até o ano de 2010. Porém, após esse período outros eventos aconteceram e provocaram diferentes crises (financeira, econômica, pandêmicas etc.) em diferentes nações. Nesse sentido, a **Figura 4** tem por objetivo sintetizar esses acontecimentos evidenciando suas características centrais e o período de ocorrência. Ao final da figura, incluem-se as crises recentes que são foco da investigação apresentada neste trabalho.

Crise	Período	Breve detalhamento
Crise de 1929	Outubro de 1929	Crise da superprodução e bolha financeira. Marcada pela quebra da bolsa de Nova Iorque. Levou países que dependiam da economia norte-americana a adotar medidas protecionistas em uma tentativa de defesa contra a crise.
Crise de 1987	Outubro de 1987	Crise de euforia irracional. Superavaliações de ativos no mercado de capitais e utilização de derivativos para assumir altos riscos com custos de transação baixos. Especulações levaram ao pânico quando a bolsa de Nova Iorque teve a abertura atrasada em virtude de ordens de vendas antecipadas, e gerou uma queda de 23% no índice Dow Jones em um único dia.

Crise Japonesa	1990	Crise financeira e de subconsumo. Teve início com a desvalorização da moeda, o iene, com decorrente queda no preço dos produtos japoneses no mercado. Fato que fez com que outros países desvalorizassem suas moedas.
Crise do México	1994 até 1995	Crise cambial-financeira. Em decorrência de políticas de austeridade fiscal e monetária, com abertura comercial e financeira, em 1994 o governo após déficits crescentes desembolsou cerca de 30 bilhões de dólares somente para quitar dívidas internas e externas, o que provocou o verdadeiro colapso das contas públicas. A moeda em dezembro de 1994 desvalorizou cerca de 50%.
Crise Asiática	1997 até 1998	Em 27 de outubro de 1997 a bolsa de Hong Kong caiu 1.211 pontos, deflagrando uma série de quedas em bolsas ao redor do mundo. Entre as causas da crise pode se citar a fragilidade de certos fundamentos econômicos dos “Tigres” e a dinâmica dos mercados financeiros internacionais. A intervenção do FMI foi fundamental para resolver a crise.
Crise Russa	1998	Em agosto de 1998 o governo russo declarou a “moratória russa”. De tal forma que a incerteza política, associada à crise asiática e a baixa no preço do petróleo, afastou investidores e iniciou-se um ataque especulativo. A bolsa russa teve perdas de 50%.
Crise Brasileira	1999	Foi a primeira crise no Mercosul e afetou os demais membros do bloco, com destaque para a Argentina. Ao desindexar o real em relação ao dólar em 1999, introduziu-se o câmbio flutuante, e desestabilizou-se o Plano Real, provocando assim uma crise de natureza cambial e desequilíbrio nas contas externas.
Crise Argentina	2001	“Ao longo de onze anos, a manutenção da paridade cambial produziu a falsa impressão de um país estável. A crescente vulnerabilidade diante do aumento das dívidas internas e externas levou o país a insolvência e à necessidade de desvalorizar o peso”. Ao perceber a insolvência da Argentina os mercados começaram a atacar o país.
Crise do Subprime	2007-2008	É considerada a maior crise desde a quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929. Ganhou destaque a partir de fevereiro de 2007, culminando na crise econômica de 2008. A fonte dessa crise foi o <i>subprime</i> , uma linha de crédito de alto risco em que o banco empresta dinheiro para aquisição de casas sem comprovação de renda e garantias pelos indivíduos. Tomou grandes proporções e repercutiu fortemente na economia real de bens e serviços, e se alastrou dos EUA pra a economia mundial. Os países tiveram que adotar diversas estratégias para minimizar os efeitos dessa crise, incluindo pacotes econômicos, diminuição de taxas de juros e resgate de instituições financeiras.
Crise Europeia	2010	Crise da dívida soberana. Os países da zona do euro foram atingidos por uma segunda onda da crise <i>subprime</i> , o que os levou a situações de insolvência. A crise teve início com o espalhamento de rumores sobre o nível da dívida pública da Grécia e o risco de suspensão de pagamento por seu governo. A crise provocou mudanças de poder na Grécia, Irlanda, Itália, Portugal, Espanha, Eslovênia, Eslováquia e Países Baixos.
Crise Humanitária na Síria	2011-presente	A guerra civil na Síria desencadeou uma grave crise humanitária, com milhões de refugiados, mortes e destruição generalizada, afetando não apenas a Síria, mas também países vizinhos e além.
Crise do Euro	2011-2012	A crise da dívida soberana europeia contribuiu para uma crise mais ampla na zona do euro, com o risco de desmembramento da moeda única e incertezas sobre o futuro da união monetária.
Desaceleração Econômica Global	2015-2016	Durante esse período, houve preocupações sobre o crescimento econômico global, especialmente na China, que experimentou uma desaceleração significativa. Isso levou a uma queda nos preços das commodities e gerou instabilidade nos mercados financeiros internacionais.

Crise Migratória e Humanitária	2015-presente	A crise migratória, especialmente na Europa, resultante de conflitos regionais, instabilidade política e desastres humanitários em países como Síria, Afeganistão e Venezuela, teve uma influência significativa nos países do G20. A gestão da crise e suas ramificações socioeconômicas continuam sendo uma preocupação para muitos países membros.
Crise da Lira Turca	2018	A lira turca enfrentou uma crise de confiança devido a preocupações com a política monetária do país, tensões geopolíticas e o aumento das taxas de juros nos Estados Unidos. Isso resultou em uma queda acentuada no valor da moeda e volatilidade nos mercados financeiros.
Crise da Dívida Argentina	2018-2019	A Argentina enfrentou uma crise da dívida soberana devido a preocupações com sua capacidade de pagamento e incerteza política. Isso levou o país a recorrer a um programa de resgate do Fundo Monetário Internacional (FMI) e à reestruturação de sua dívida.
Guerra Comercial EUA-China	2018-2020	A escalada das tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China causou incerteza nos mercados financeiros e preocupações sobre o efeito nas cadeias de suprimentos globais. As tarifas comerciais impostas pelos dois países afetaram negativamente o comércio internacional e o crescimento econômico global.
Pandemia Covid 19	2020-2022	Uma das crises mais impactantes globalmente, a pandemia de Covid-19 causou milhões de mortes, interrupção econômica, fechamento de fronteiras, restrições de viagens e medidas de isolamento social em todo o mundo. Os países do G20 foram amplamente afetados pela propagação do vírus, que resultou em lockdowns, restrições comerciais, desemprego em massa e volatilidade nos mercados financeiros.
Invasão Russa a Ucrânia	2022-presente	Em 24 de fevereiro de 2022, a Rússia instaurou uma operação que deu início ao conflito militar com a Ucrânia. Apesar desse movimento em território ucraniano ter provado diversas mortes e uma grande crise de refugiados, a Rússia nunca declarou formalmente guerra à Ucrânia.

Figura 4 - Eventos de Destaque ao Longo dos Anos.

Observa-se que, desde a grande Depressão de 1929, eventos diversos provocaram crises em vários mercados e países, ou ainda os influenciou em escala mundial, como foi o caso da crise *Subprime* em 2008, com origem no mercado de crédito imobiliário, e a Pandemia de Covid-19 recentemente. As crises, em sua essência, representam momentos de adversidade e transformação, que evocam sentimentos de temor e, em alguns casos, até mesmo pânico, dado a sua magnitude ou a compreensão desta pelos diversos participantes do mercado, do governo ou da sociedade.

Essa complexidade na percepção das crises gera divergências na compreensão de suas origens e efeitos. Elas acarretam efeitos expressivos sobre a economia e podem ser desencadeadas por uma variedade de eventos, tanto internos quanto externos, como pandemias e conflitos geopolíticos. Portanto, compreender a influência de crises no âmbito da área de Finanças é muito importante para tomada de decisões embasadas e estratégicas, por parte dos agentes

envolvidos, a fim de mitigar os efeitos adversos e promover resiliência e estabilidade econômica.

2.3.2 Crise Pandêmica – Covid 19

Pode-se dizer que a pandemia de Covid-19 representou um divisor de águas na história contemporânea, não apenas em termos de saúde pública, mas também em relação aos seus profundos efeitos na economia mundial. Desde o seu surgimento em dezembro de 2019 na cidade de Wuhan, na China, o novo coronavírus, SARS-CoV-2, alastrou-se rapidamente por todo o mundo, desencadeando uma crise global sem precedentes. Seus efeitos econômicos foram vastos e abrangentes, afetando praticamente todos os setores, e gerando dificuldades significativas aos ambientes de negócios em todo o mundo (Achim et al., 2022). Na perspectiva econômica, um dos primeiros efeitos foi a paralisação de atividades não essenciais, resultando em fechamentos de empresas, fábricas e estabelecimentos comerciais em diversos países, o que ocasionou uma diminuição drástica na produção e no consumo (Guerrieri et al; 2022; Mulyaningsih et al, 2021).

Segundo o World Bank (2020), o rápido aumento dos casos de Covid-19, juntamente com a ampla gama de medidas para retardar a propagação do vírus, reduziu drasticamente a atividade econômica em muitos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Em junho de 2020, a previsão realizada pelo referido banco era que interrupções econômicas ocorressem de forma mais graves e prolongadas nos países com surtos domésticos maiores, maior exposição a repercussões internacionais e maiores desafios pré-existentes, como a informalidade (World Bank, 2020).

Ao contrário de crises anteriores, os governos agiram rapidamente em resposta à essa pandemia com políticas econômicas abrangentes e decisivas. Essas medidas foram, em sua maioria, eficazes em atenuar os efeitos mais severos no curto prazo. No entanto, a resposta de emergência também acarretou novos riscos, como o aumento dos níveis de dívida pública e privada na economia global, o que prejudicou uma recuperação equitativa da crise (World Bank, 2022).

Como os efeitos da pandemia de Covid-19 foram inevitáveis, de acordo com Wulandari e Patrisia (2021), as empresas precisaram ser criativas para lidar com o problema e continuar

a busca pelo alcance de seus objetivos. A utilização de vários segmentos de negócios existentes na empresa, além do segmento de negócios principal, foi uma das alternativas de sobrevivência empregadas (Wulandari & Patrisia, 2021). Contudo, muitas empresas não dispunham de estratégias para se manterem diante do novo cenário, e a pandemia as influenciou de diferentes formas. Assim, a partir da conjectura da sustentabilidade empresarial, iniciou-se a busca pela compreensão dos efeitos gerados pela pandemia, o que desencadeou a realização de vários estudos (*e.g.*, Kaczmarek et al., 2021; Ding et al., 2021; Avelar et al., 2022; Achim et al., 2022; Cardillo et al., 2023). A **Figura 5** sintetiza estas e outras pesquisas que analisaram os efeitos da pandemia de Covid-19 em diferentes mercados e cenários, evidenciando o país, a metodologia adotada, as variáveis pesquisadas (dependentes e independentes) e os principais resultados.

Artigo	País(es)	Metodologia	Variável Dependente	Variáveis Independentes	Principais Resultados
Ichsan et al. (2021)	Indonésia	Bancos Islâmicos, usando registros de demonstrações financeiras anuais de 2011 a 2020. Regressão linear múltipla e teste de linearidade do modelo usado no teste de Ramsey. Teste T (Teste de Hipóteses): utilizado para determinar a influência significativa de cada variável independente na dependente. Teste estatístico F: usado para determinar a influência significativa entre variáveis independentes nas variáveis dependentes.	ROA	CAR, NPF, DOPO, FDR	Os resultados do teste t constatarem que o CAR, DOPO, FDR tiveram um efeito positivo e significativo no ROA, enquanto o NPF teve um efeito negativo e insignificante no ROA. Além disso, simultaneamente, o CAR, DOPO, FDR, NPF influenciaram significativamente o ROA dos bancos Sharia na Indonésia.
Kaczmarek et al. (2021)	52 países.	Dados de mais de 1.200 empresas de viagens e lazer em 52 países. Período de pesquisa: 11 semanas entre 6 de janeiro e 23 de março de 2020. Para análise empregaram uma ferramenta de aprendizagem de máquina Elastic net (Zou & Hastie, 2005) e regressões Fama-MacBeth (Fama & MacBeth, 1973).	Retornos semanais das ações	Consideraram 80 características, como índices financeiros de empresas, variáveis macroeconômicas e respostas políticas governamentais. Dividas em três grandes categorias de potenciais preditores dos retornos das ações: (1) características da empresa, tais como avaliação, investimento, rentabilidade, alavancagem e afiliação ao setor; (2) características do país, tais como dados econômicos, características específicas da cultura nacional, dados populacionais e concentração da indústria, e (3) respostas políticas governamentais aos surtos de Covid-19, tais como políticas de contenção e encerramento, intervenções de saúde e estímulos econômicos.	As empresas com avaliações baixas, alavancagem limitada e investimentos elevados têm sido mais imunes à quebra induzida pela pandemia. Também encontram um efeito benéfico de políticas rigorosas de contenção e encerramento. Os resultados indicam que os países com menos individualismo podem estar melhor posicionados para lidar com a pandemia.
Mulyaningsih et al. (2021)	Indonésia e Malásia	Amostra de 244 empresas da Malásia e da Indonésia no período de 2015 a 2020. O método de controle sintético (SCM) para avaliar a influência estimada das políticas de incentivos fiscais durante a pandemia. Análise de dados em painel, trimestrais.	Nível de Alavancagem	Dificuldade financeira: capital de giro, pontuação Z; lucros Retidos/Ativos; PL/Passivo; Lucro; Investimento; Liquidez. Tangibilidade. Preditores da alavancagem: lucratividade, volatilidade, tamanho da empresa e tangibilidade, que representam dados no nível da empresa, e o grau de abertura comercial, que representa dados no nível do país.	As empresas passaram por maiores dificuldades financeiras durante a pandemia: apesar das intervenções do governo para aliviar a carga tributária corporativa, as empresas ainda dependem de dívidas para sustentar suas operações devido à falta de financiamento interno proveniente de lucros acumulados. O que aumenta a dificuldade financeira das empresas. A dívida privada, especialmente entre as empresas indonésias, é relativamente alta em comparação com as empresas da Malásia.

Wulandari e Patrisia (2021)	Indonésia	Amostra de 25 empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores da Indonésia (do subsetor de restaurantes, hotéis e turismo) no período de janeiro de 2019 a dezembro de 2020. A análise dos dados foi realizada por meio de estatística descritiva comparativa e teste T de amostra pareada.	Não se aplica.	EVA, ROA, ROE, ML, LC, LI, Cash Ratio, RDA, RDPL	Os índices de LC, LI, <i>Cash ratio</i> , RDPL, RDA, e ML apresentaram diferenças significativas entre antes e durante a pandemia. O ROA, o ROE e o EVA® não apresentaram diferença significativa entre antes e durante a pandemia.
Achim et al. (2022)	Romênia	Amostra de 218 empresas romenas cotadas na Bolsa de Valores de Bucareste (BSE) de diferentes dimensões (grandes e pequenas) e pertencentes a diferentes setores, no período de 30 de junho de 2019 a 30 de Junho de 2020. Dados de painel não balanceados são modelados através de regressões simples utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários agrupados (pooled OLS) e as técnicas de efeitos fixos e efeitos aleatórios.	ROA, ROE	TAM, CGL, LI, <i>Cash ratio</i> , RCR, TAF, RDPL	Os lucros líquidos do mercado geral diminuíram 37,43% no período analisado. No entanto, as pequenas empresas envolvidas na agricultura, comércio, construção, P&D de TI e transportes e armazenamento registraram um melhor desempenho financeiro. Além disso, o financiamento de capital, a gestão adequada da liquidez e o aumento da dimensão das empresas consolidam o desempenho econômico das entidades no que diz respeito ao ROA e ao ROE.
Avelar et al. (2022)	Brasil	Amostra de 158 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) em 2020. Dados trimestrais de 2019 e 2020. Para a análise, empregaram: análise de conteúdo, estatística descritiva, teste de Kolmogorov-Smirnov, coeficiente de correlação de Kendall, teste de Kruskal-Wallis, teste de Wilcoxon e regressão múltipla.	Logaritmo natural da variação da dívida bruta	Análise geral variados indicadores das categorias: Liquidez; Ciclos (atividades); endividamento, lucratividade/rentabilidade. Para análise do endividamento: TAM, G, EBIT/R, TANG, SING, NDTs, RISCO.	A análise dos dados indicou os efeitos esperados no desempenho econômico-financeiro das companhias nos dois primeiros trimestres de 2020: (1) redução do valor de mercado e da rentabilidade; e (2) aumento dos ciclos de atividades e do endividamento. Nos trimestres seguintes, verificou-se uma reversão desses efeitos, mas que foram sentidos de diferentes formas pelas empresas dos diversos setores.
Kristanti et al. (2022)	Indonésia	A amostra utilizada é de 24 ações com dados diários de retorno de ações para o período de 2015 a 2020. Esta pesquisa mostra como um portfólio é formado com base nos fatores fundamentais dos índices EVA® e MVA®. No cálculo inicial da estratégia de portfólio passivo, os índices de EVA® e MVA® foram calculados com base nas demonstrações financeiras de 2014 e na composição de ações alta e baixa. Depois de obter a composição, o retorno e o risco foram calculados usando os dados diários do preço das ações para 2015-2020. A composição das ações permaneceu até o final de 2020.	Critérios para definição das carteiras: EVA® e MVA®	Para calcular os retornos das ações, são usados os dados diários das ações, os dados diários das ações do Composite Stock, o índice Jakarta Composite Index (JCI) exigido e o beta sem risco por mês para o período de janeiro de 2015 a dezembro de 2020.	Observaram que havia uma relação e uma diferença entre retornos e riscos nas carteiras de EVA® e MVA® na Indonésia. Além disso, a pesquisa conseguiu formar carteiras de EVA® e MVA® que excederam os retornos do mercado na Indonésia. A melhor estratégia que os investidores podem aplicar ao investir é usar uma estratégia ativa, especialmente durante condições, como a pandemia de Covid-19, que têm influência na alta flutuação do mercado.

Cardillo et al. (2023)	Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal, Espanha e Suécia e Reino Unido.	Amostra de 1.204 empresas (empresas financeiras = 375; empresas não financeiras = 829) na Europa durante o ano de 2020, com uma classificação ESG disponível na Refinitiv e listadas nos países europeus da UE-14 e Reino Unido. Regressão com dados em painel com efeitos aleatórios e fixos; GMM para controlar endogeneidade dinâmica.	Desempenho diário das ações; Retornos brutos; Retornos ajustados ao mercado; Retornos em excesso; Volatilidade.	CASOS; Classificações ESG alta, Rm-Rf; SMB; HML; RMW; CMA; MOM; Indicador de Rigor; Indicador de Saúde; Indicador Econômico, Spread bid-ask (spreads de compra e venda). Indicadores contábeis. Dois termos interativos, obtidos como o produto entre a rentabilidade da empresa e a sustentabilidade do desempenho da empresa, e a interação entre as condições de liquidez da empresa e a sustentabilidade do desempenho da empresa. <i>Dummies</i> de países e setores para ter em conta a variação dentro do setor e dentro do país nas características empresariais.	Empresas mais sustentáveis têm um melhor desempenho no mercado do que outras empresas durante a pandemia, uma vez que apresentam retornos de mercado mais elevados, volatilidades mais baixas e maior liquidez no mercado bolsista. Curiosamente, esta conclusão é mais forte para as empresas financeiras do que para as empresas não financeiras. No entanto, nossas evidências sugerem que a sustentabilidade da empresa, de forma isolada, não garante resiliência e vantagem competitiva se não for combinada com fundamentos financeiros sólidos, como uma estrutura financeira flexível.
------------------------	---	---	---	---	---

Figura 5 - Síntese de Pesquisas sobre os Efeitos da Pandemia de Covid-19

Legenda: **ROA:** rentabilidade sobre os ativos; **ROE:** rentabilidade sobre o patrimônio líquido; **ML:** margem líquida; **LC:** liquidez corrente; **LI:** liquidez rápida ou imediata; **Cash Ratio:** Proporção de Caixa; **PL:** patrimônio líquido; **RDA:** relação dívida/ativo, **RDPL:** relação dívida/PL; **EVA:** valor econômico agregado; **BETA:** risco de mercado; **TAM:** tamanho; **BM:** book-to-market; **DY:** rendimento de dividendos; **L/P:** relação lucro/preço; **ROS:** retorno sobre vendas; **G:** crescimento; **MOM:** momentum; **CAR:** indicador de adequação de capital; **NPF:** financiamento não cumprido; **DOPO:** despesas operacionais sobre receita operacional; **FDR:** relação financiamento/depósito; **CGL:** capital de giro líquido; **RCR:** rotatividade de contas a receber; TAF: taxa de autonomia financeira; **EBIT/R:** EBIT/receita; **TANG:** tangibilidade; **SING:** singularidade; **RISC:** risco; **NDTS:** escudo fiscal sem dívidas; **CASOS:** casos confirmados de Covid-19; **ESG:** environmental, social and Governance (ambiental, social e de governança); **Rm-Rf:** prêmio de risco do mercado; **SMB:** fator small minus big; **HML:** fator high minus low; **RMW:** fator robusto menos fraco; **CMA:** fator conservador menos agressivo.

Diante dos diferentes resultados encontrados nas pesquisas, pode-se dizer que o custo de uma crise persiste por muito tempo após o seu término efetivo, afetando diversas dimensões, desde os trabalhadores e suas famílias, até aos países e o mundo como um todo (Bieliaieva et al., 2020). Assim, dar continuidade a essas investigações e avaliar o efeito da pandemia de Covid-19 é importante para a sociedade, economia, mercado financeiro e empresas por envolver discussões relativas a: (i) tomada de decisão, seja nos âmbitos público (políticas públicas e estratégias de apoio social e recuperação econômica) ou privado; (ii) gerenciamento de riscos, para proteger e minimizar a vulnerabilidade da economia e dos mercados financeiros; (iii) bem-estar social, desde a geração de renda, o acesso a direitos essenciais, o consumo das famílias dos setores de serviços e industriais; (iv) estabilidade financeira para promover o acesso a recursos e o funcionamento das instituições financeiras; e (v) sustentabilidade empresarial, pois as empresas garantem sua continuidade entendendo como esses eventos afetam sua gestão, operações, capital e expectativas futuras.

Destarte, o desempenho de empresas, investimentos e quaisquer movimentações no mercado financeiro são altamente dependentes das condições econômicas do país do qual esses elementos fazem parte. O mercado de ações dos países em desenvolvimento é caracterizado por um elevado nível de flutuação dos preços das ações, o que é muito diferente dos mercados de ações relativamente mais estáveis dos países desenvolvidos (Kristanti et al., 2022). Logo, a pandemia pode ter afetado de maneiras diferentes os países analisados, e consequentemente as o valor das empresas que fazem parte do seu mercado.

Nessa conjectura, propõe-se como hipótese de pesquisa que a pandemia afetou significativamente o MVA® das empresas do G20, como evidenciado na Hipótese 2:

H2: a crise recente de pandemia de Covid-19 teve efeito significativo para explicar o MVA® de empresas do G20.

Compreender como a pandemia afetou o valor das empresas propicia oportunidades para identificação das estratégias de resiliência e dos pontos de vulnerabilidade das empresas em nível mundial; gera informações para decisões por parte dos investidores em relação a riscos e oportunidades de investimento, e por parte dos gestores quanto as políticas e estratégias de governança em momentos de incertezas. Ao considerar o contexto econômico de diferentes

países permite que governos e formuladores de políticas alcancem informações úteis para realização da recuperação econômica, entre outros mecanismos de enfrentamento da crise.

2.3.3 *Invasão Russa à Ucrânia*

Conforme Yousaf et al. (2022), em 24 de fevereiro de 2022, a Rússia instaurou uma operação considerada por ela como “especial”, desencadeando assim o início do conflito militar com a Ucrânia, e, apesar desse movimento em território ucraniano ter provado diversas mortes e uma grande crise de refugiados, a Rússia nunca declarou formalmente guerra ao estado ucraniano. Esse evento ocorreu dois dias após ela reconhecer as regiões pro-russas Luhansk e Donetsk, localizadas em Donbass no leste ucraniano, como estados independentes (Bougias et al., 2022).

A relação entre a economia russa e o restante do mundo é considerada muito forte, principalmente, por meio do comércio de bens e serviços, visto que a Rússia é o terceiro maior exportador de petróleo do mundo e o maior exportador de gás e alimentos para a Europa e outros países vizinhos (Yousaf et al., 2022). Segundo Chortane e Pandey (2022) existe uma dependência global das mercadorias russo-ucranianas. Desse modo, a propagação dos efeitos originados nessa invasão afetou vários mercados e provocou efeitos financeiros negativos na economia global.

No intuito de isolar a economia russa da grande maioria dos mercados de exportação, enquanto empresas multinacionais anunciavam saída do país, seus principais parceiros comerciais, EUA e países europeus, impuseram um pacote de sanções, que incluía o congelamento dos ativos do Banco Central Russo (Bougias et al., 2022). A economia do país foi afetada com restrições de comércio internacional e limitações de acesso a mercados globais, que causaram desvalorização de sua moeda. Sanções diplomáticas de condenação às suas ações também foram realizadas por outros países para pressionar o país a respeitar a integridade do território ucraniano, mas a Rússia não cedeu e continuou com suas operações de invasão.

As implicações de conflitos e de guerra como este não é um assunto singular, e apesar da literatura acadêmica que investiga os efeitos de operações militares sobre mercados financeiros ser escassa, existem estudos que sinalizam que um aumento da incerteza de investidores sobre a lucratividade futura das empresas quando da ocorrência desses eventos gera oscilações nos preços das ações (Yousaf et al., 2022), bem como em seus retornos e demais características do

mercado em si (*e.g.*, Leigh et al., 2003; Rigobon & Sack, 2005; Brune et al., 2015; Hudson & Urquhart, 2015; Boubaker et al., 2022; Chortane & Pandey, 2022; Bougias et al. (2022), Abbassi et al., 2023). A **Figura 6** sintetiza essas pesquisas, destacando o país, a metodologia adotada, as variáveis pesquisadas (dependentes e independentes) e os principais resultados.

Artigo	País(es)	Metodologia	Variável Dependente	Variáveis Independentes	Principais Resultados
Leigh et al. (2003)	EUA	Analisa dados do mercado financeiro para produzir uma avaliação ex-ante das consequências econômicas da guerra com o Iraque. O elemento inovador da análise deriva da existência de um mercado para “Saddam Securities”, um contrato futuro negociado em uma bolsa de apostas on-line que pagava somente se Saddam Hussein fosse deposto. Testes de Eficiência de Preços da “Saddam Security”, Testes KPSS (6 defasagens)	Preço do petróleo, S&P 500, setores industriais, preços das opções de venda do S&P 500, mercado de ações, efeitos país.	Proxy de probabilidade de guerra: Saddam Security; Saddam Security(t-1)	O preço do contrato futuro proporcionou uma estimativa plausível da probabilidade de guerra. O preço do petróleo evoluiu em estreita colaboração com o contrato. Observaram também efeitos nos mercados de capitais, a guerra reduziu o valor de ações dos EUA em 15%. Este efeito está concentrado no setor de consumo cíclico, companhias aéreas e TI; a perspectiva de guerra reforçou os sectores do ouro e de energia.
Rigobon e Sack (2005)	EUA	Analisa a influência do risco de guerra sobre uma série de variáveis financeiras dos EUA durante os três primeiros meses de 2003. Implementação do fator por meio de variáveis instrumentais: desenvolvendo um estimador robusto às duas principais dificuldades do fator risco: ser uma variável não observável e que outros fatores também influenciam continuamente os preços dos ativos. Adotou o GMM também.	Rendimento do Tesouro de dois anos, rendimento do Tesouro de dez anos, inflação de equilíbrio, prêmio de liquidez, S&P 500, spread de rendimento de alto rendimento, preço futuro do petróleo, preço do ouro, dólar.	Fator de Risco de Guerra	Indicam que aumentos no risco de guerra causaram quedas nos rendimentos do Tesouro e nos preços das ações; uma ampliação dos spreads corporativos de grau inferior; uma queda no dólar e um aumento nos preços do petróleo. O fator de risco de guerra foi responsável por uma parte considerável das variações das variáveis financeiras nos três meses que antecederam a chegadas das forças de coalizão ao centro de Bagdá.
Brune et al. (2015)	EUA	Utiliza uma proxy de análise de notícias para a probabilidade estimada de um conflito resultar numa guerra. Estuda o efeito no mercado de ações dos EUA medido pelo S&P 500 ou Dow Jones Industrial Average. De forma complementar analisa todas as outras crises internacionais com grande impacto desde a Segunda Guerra Mundial, em particular as guerras que começaram inesperadamente, como a Guerra da Coreia. Dados defasados. Análise de Regressão. Análises das Primeiras Diferenças. Séries temporais. Análise de Cointegração. Teste ADF. Análise das quebras estruturais.	Índice S&P 500 e Dow Jones Industrial Average (DJI).	Proxy de probabilidade de guerra: Saddameter e Saddam Security, notícias do New York Times, Defasagens, <i>dummies</i> de quebra estrutural.	Um aumento na probabilidade de guerra tende a diminuir os preços das ações, mas a eclosão final de uma guerra aumenta-os. No entanto, nos casos em que uma guerra começa de forma surpreendente, a eclosão de uma guerra diminui os preços das ações. Mostra que este enigma não pode ser explicado pela aversão ao risco ou à ambiguidade ou por expectativas sobre um fim rápido da guerra.
Hudson e Urquhart (2015)	Grã-Bretanha	Examina os CAARs após os principais eventos positivos e negativos da Segunda Guerra Mundial. Inicialmente, usa a análise de regressão após a contabilização dos efeitos sazonais nos dados para examinar o efeito dos principais eventos sobre os retornos das ações e a volatilidade dos retornos das ações e, por fim, adota a metodologia de Choudhry (2010) para encontrar mudanças estruturais nos retornos do FT30 (1939 a 1945).	CAAR	<i>Dummies</i> para: efeito sazonal, efeito Monday, efeito Janeiro, dias de virada do mês, efeito positivo, efeito negativo; AR Retornos das ações (Pré, durante e pós guerra), Volatilidade dos retornos das ações.	Encontraram rupturas estruturais durante o período de guerra: a análise encontra um total de 76 quebras nos dados, sendo que apenas 42 delas foram estatisticamente significativas e relatadas. Evidências limitadas de fortes ligações entre os acontecimentos de guerra e os retornos do mercado, embora haja apoio para o “efeito de negatividade”.

Boubaker et al. (2022)	Diversos: 23 países desenvolvidos e 24 países de mercados emergentes.	Metodologia de estudo de eventos para examinar o efeito da invasão russa da Ucrânia em 2022. em todos os países na classificação de mercado da Morgan Stanley Capital Investment (MSCI). As janelas de eventos terminam em 07 de março de 2022. Modelo de Regressão com corte transversal (país i, janela de evento w).	CAR	NATO, DEV, TGDP, PAST, EXTRATE	A invasão gerou retornos anormais cumulativos negativos para os índices do mercado de ações globais, mas com efeitos heterogêneos. A globalização econômica está negativamente associada aos retornos no dia do evento e pós-evento. Consistente com o estímulo econômico esperado da preparação militar, os mercados dos países da OTAN apresentaram retornos mais elevados. Os resultados são consistentes com o facto de os mercados de economias mais globalizadas serem mais vulneráveis a conflitos internacionais, apresentando, no entanto, heterogeneidades notáveis.
Chortane & Pandey (2022)	Países com moedas atreladas ao FMI	Metodologia de estudo de eventos e estimativas de modelos de mercado. As moedas da amostra são restritas aos membros do Fundo Monetário Internacional (FMI), cujas moedas são usadas para financiar transações financeiras. Amostra final incluiu apenas 32 moedas, divididas em seis regionais: Pan-América, Europa, Europa (ex-Rússia), Ásia, Oriente Médio e África (ME&A) e Pacífico. Taxas de câmbio diárias do site do FMI. Conversão das taxas de câmbio em dólares americanos por moeda, ou seja, 1 INR = 0,013 dólares americanos, onde um aumento na taxa de câmbio indica depreciação do dólar americano. Testes T de médias.	AC, CAC, AAC, CAAC	Não se aplica.	O conflito entre a Rússia e a Ucrânia teve um efeito negativo sobre o valor das moedas globais; entretanto, uma análise por região mostra que, enquanto as moedas europeias (especialmente o rublo russo, a coroa tcheca e o zloty polonês) se depreciaram em relação ao dólar, as moedas do Pacífico se valorizaram significativamente e as moedas do Oriente Médio e da África (ME&A) são insignificantes.
Yousaf et al. (2022)	Países membros do G20, Ucrânia, Romênia, Hungria, Países Baixos, Eslováquia e Polónia.	Utilizaram a abordagem de estudo de eventos para examinar o efeito do início do conflito entre a Rússia e a Ucrânia no G20 e em outros mercados acionários selecionados. Como a guerra nunca foi formalmente declarada, adotou 24 de fevereiro de 2022 como data de início do conflito entre a Rússia e a Ucrânia. A janela do evento consiste em 11 dias de t-5 a t+5 dias. A janela de estimativa é de 120 dias de t-125 a t-6 dias. Dividiram as regiões dos mercados de ações dos 26 países selecionados para a análise do estudo de eventos.	AR, CAR, AAR, CAAR	Não se aplica.	A análise agregada do mercado acionário indica uma influência significativa e negativa do conflito Rússia-Ucrânia no dia do evento e nos dias posteriores. A análise por país demonstrou que os mercados de ações da Hungria, Rússia, Polónia e Eslováquia foram os primeiros a reagir em antecipação às ações militares na Ucrânia, apresentando retornos negativos já nos dias pré-evento, enquanto os mercados de ações da Austrália, França, Alemanha, Índia, Itália, Japão, Romênia, África do Sul, Espanha e Turquia foram afetados negativamente nos dias pós-invasão. Por fim, a análise regional indica que as regiões europeias e asiáticas foram significativa e negativamente afetadas por esse evento.

Bougias et al. (2022)	Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido	Amostra de 964 empresas europeias constituintes do índice <i>MSCI Europe All Cap</i> , abrangendo o período de 10 de fevereiro de 2022 a 9 de março de 2022. A janela do estudo de eventos foi de 20 dias de negociação em torno de 24 de fevereiro de 2022 para isolar o efeito da guerra sobre os preços dos ativos. Análise de regressão. Modelagem estrutural. Essa última é medida pela diferença na probabilidade média de inadimplência de um ano antes e depois do início da guerra. Erros-padrão robustos são ajustados para heterocedasticidade	Retornos acumulados de ativos, dívidas e ações durante o período da guerra, bem como a alteração na probabilidade de inadimplência neutra em relação ao risco.	Exposição à Rússia, alavancagem, volatilidade dos ativos, tamanho, liquidez, variáveis <i>dummies</i> de setor e relativas a moeda.	O conflito levou a preços de títulos corporativos mais baixos e a uma maior volatilidade dos ativos. Em média, espera-se que o balanço patrimonial das empresas europeias diminua em 2,05% e que a probabilidade de inadimplência em um ano aumente de 0,32% para 2,12%. A análise de regressão sobre os retornos de ativos e ações, bem como as mudanças na probabilidade de inadimplência, sugere que esses efeitos são mais fortes para as empresas com grande exposição de receita à Rússia.
Abbassi et al. (2023)	Países do G7 (Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido, Estados Unidos)	Emprega o método de estudo de eventos numa amostra de 531 empresas cobrindo o período de 2 de março de 2021 a 8 de março de 2022 e realiza uma análise transversal de retornos anormais acumulados e variáveis específicas de países e empresas. O período de amostra começa em 10/03/2021, 22/03/2021, 17/03/2021, 17/03/2021, 02/03/2021, 12/03/2021 e 12/03/2021 para o Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido (Reino Unido) e Estados Unidos (EUA), respectivamente. O período da amostra termina em 08/03/2022 para todos os países. Com uma janela de estimativa de 235 dias (-240, -6) e uma janela de eventos de 14 dias (-5, +8), calculou os AR e os CAR. Análise de regressão transversal.	AR, CAR, AAR, CAAR, AARG7	PIB, GPR, Incerteza da política econômica, BM, TAM, ALAF, ROA, PAST	Evidenciam a heterogeneidade nos efeitos que a guerra tem em diferentes mercados. A exposição ao risco e a dependência comercial desencadeiam retornos anormais negativos gerados pela invasão. Os resultados demonstram que os preços das ações são frágeis aos riscos geopolíticos e à dependência comercial; riscos geopolíticos mais altos e os índices de negociação em relação ao PIB levam a uma maior exposição ao risco e dependência comercial, criando assim o medo entre os investidores de que a instabilidade causada pela guerra possa afetar os lucros futuros. Os efeitos de tamanho e o grau de dificuldades financeiras devido ao alto M/B são apoiados pela literatura anterior; os resultados referentes a retornos passados, alavancagem e desempenho são contrários aos estudos anteriores.

Figura 6 - Síntese de Pesquisas sobre os Efeitos de Conflitos Geopolíticos

Legenda: **AR:** retornos anormais; **CAR:** retornos anormais acumulados; **AAR:** retorno anormal médio diário; **CAAR:** retornos anormais médios acumulados; **PIB:** produto interno bruto; **BM:** book-to-market; **GPR:** risco geopolítico; **ALAF:** alavancagem financeira; **ROA:** retorno sobre os ativos; **PAST:** retornos anteriores; **NATO:** membros OTAN; **DEV:** mercado desenvolvido; **TGDP:** nível de comércio em relação ao PIB; **EXTRATE:** taxa de câmbio; **AC:** alterações anormais na moeda; **CAC:** alterações anormais na moeda cumulativas; **AAC:** média das alterações anormais no valor da moeda; **CAAC:** média cumulativa das alterações anormais.

Esses efeitos das guerras nos mercados de ações é um tópico particularmente importante para investidores, administradores de carteiras e reguladores (Yousaf et al., 2022). Bougias et al. (2022) quantificaram o custo agregado da guerra nas empresas europeias, explorando o conteúdo informacional incorporado no mercado de ações. Observaram que a guerra levou a preços de títulos corporativos mais baixos e a uma maior volatilidade dos ativos, acabando por deslocar os valores dos ativos para mais perto da região de inadimplência. Esses efeitos demonstram ser mais fortes para as empresas com grande exposição de receitas à Rússia.

Abbassi et al. (2023) examinaram a influência da guerra Rússia-Ucrânia sobre as empresas constituintes dos principais índices do mercado de ações dos países do G7 a fim de fornecer percepções sobre a vulnerabilidade das empresas a eventos de guerra. Os resultados indicaram que a alavancagem impulsionou negativamente os retornos anormais no curto prazo, mas é insignificante em janelas de eventos mais longas. Ao mesmo tempo, as variáveis em nível de país, como o risco geopolítico e a atividade econômica em escala de PIB, também exacerbam os retornos anormais negativos, indicando que os preços das ações são frágeis aos riscos geopolíticos e têm uma dependência considerável e da atividade econômica.

Diante do exposto, por ser um tema incipiente na literatura de Finanças e se configurar como um conflito ainda em desdobramento no momento da realização desta pesquisa, os efeitos da Invasão Russa a Ucrânia no valor corporativo das empresas de diferentes mercados financeiros necessitam de maiores investigações. É importante examinar os efeitos desencadeados por esse conflito a nível empresa, bem como captar os efeitos nos maiores mercados do mundo, como o dos países do G20, visto que o choque nesses mercados é transferido de forma gradual para os mercados de todo o mundo (Abbassi et al., 2023). Então, tem-se como hipótese de pesquisa que:

H3: a crise recente de invasão Russa a Ucrânia teve efeito significativo para explicar o MVA® de empresas do G20.

Explorar a influência da invasão da Rússia à Ucrânia no MVA® de empresas do G20 permite compreender como eventos geopolíticos podem influenciar o valor corporativo de empresas em escala mundial, assim como avaliar a eficácia das estratégias de gestão e reação a instabilidades; e obter percepções sobre a adaptabilidade das empresas a eventos derivados de crises políticas e militares.

O efeito de crises, como a pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia à Ucrânia, evidenciam a complexidade da geração de valor corporativo, ao expor a sua variabilidade diante de instabilidades. Essas crises influenciam as atividades das empresas modificando as expectativas dos resultados econômico-financeiros e da performance no mercado. Todavia, a resposta das empresas a elas não é homogênea, dependendo do setor econômico do qual fazem parte. Uma vez que, a organização das empresas conforme os serviços e produtos que ofertam cria estruturas que apresentam particularidades e capacidades distintas, e, portanto grupos que absorvem e respondem a eventos de modos variados. Assim, vulnerabilidades e habilidades para se adaptar também influenciam o MVA® das empresas. O tópico a seguir discute como os setores e suas características podem influenciar o valor corporativo e, em contexto de crises.

2.4 Setores Econômicos e suas Particularidades

O valor corporativo, como discutido nos subtópicos anteriores, pode ser afetado por características internas da empresa (liquidez, lucratividade, nível de endividamento, tamanho), e externas, como aquelas relativas ao mercado em que ela está inserida (risco, inflação, taxa de juros), a mercados internacionais, e principalmente, a eventos de aspecto mundial, como a pandemia de Covid-19 e o conflito geopolítico Rússia-Ucrânia. Dentre essas influências externas, destaca-se também o “efeito setor”, a categoria econômica em que a empresa se enquadra e opera nos mercados financeiros.

A classificação setorial divide as empresas com base em critérios estabelecidos pelas bolsas de valores do país em que elas estão listadas, ou por parâmetros consolidados pelos mercados financeiros. Esses critérios tipicamente consideram a natureza dos negócios e/ou dos tipos e finalidades dos produtos ou serviços oferecidos por cada empresa, a fim de atribuí-las a um setor específico. Essa classificação propicia “uma visão sobre empresas que, embora com atividades diferentes, atuem em estágios similares da cadeia produtiva ou com produtos/serviços relacionados e tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas” (B3, 2024, p.1).

A importância dessa visão heterogênea ao analisar empresas, reside no fato de que alguns setores são mais intensivos em capital, outros mais intensivos em mão de obra, enquanto terceiros estão mais sujeitos à concorrência e a produtos substitutos (Hall, 2018). O setor de tecnologia, por exemplo, é reconhecido pelo seu potencial de inovação, enquanto o de energia

destaca-se pela sua estabilidade. Ou seja, cada setor dispõe características singulares que influenciam diretamente o valor de mercado das empresas que o compõem.

Nesse sentido, Aguiar et al. (2011) objetivaram identificar e analisar os direcionadores de valor mais representativos para o conjunto de empresas brasileiras e por setor de atividade (indústria e serviços). A principal conclusão do estudo foi que empresas que atuam em diferentes setores enfatizam diferentes direcionadores de valor com a finalidade de gerar valor para o acionista. No conjunto os direcionadores mais relevantes foram lucro operacional e investimento em capital de giro. Em nível setor, o direcionador investimento em capital de giro foi significativo apenas para o setor industrial.

Em consonância a isso, Hall desenvolveu três pesquisas a partir de dados de empresas da África do Sul:

- (i) uma em 2016 que investigou as diferenças nos direcionadores de valor para diferentes setores (construção e materiais, alimentos e bebidas, bens industriais, varejo e tecnologia). Ele constatou que para cada um deles existe um conjunto único de variáveis que determinam a criação de valor para os acionistas. Para bens industriais identificou sete direcionadores de valor significativos, nomeadamente, LPA, NOPAT, ROI, Spread, EVA, EBEI e REVA, enquanto para o setor de alimentos e bebidas, houve apenas dois direcionadores de valor significativos (LPA e ROA). O LPA foi significativo em todos os setores analisados (Hall, 2016);
- (ii) em 2018, Hall incrementou essa pesquisa buscando identificar a medida de criação de valor para o acionista mais adequada para expressar a criação de valor para um determinado setor. Os resultados indicaram que cada setor tem uma medida específica, por exemplo, para o setor de alimentos e bebidas, o Q de Tobin foi a melhor medida, enquanto para o setor industrial, foi o indicador *market-to-book* (Hall, 2018). Reafirmando que as características individuais de cada setor são capazes de influenciar a sua performance e comportamento.
- (iii) a mais recente no ano de 2024, com objetivo de determinar se existe uma ligação entre a criação de valor para o acionista corporativo e o crescimento econômico, Hall analisou qual medida específica de valor para o acionista explica melhor a

criação de valor em um determinado setor e estabeleceu um conjunto de direcionadores de valor exclusivos e significativos na expressão do valor para o acionista para cada categoria específica de empresas (os setores). Os achados confirmaram que cada setor tem uma medida específica de criação de valor. Para cinco dos nove setores o MVA® foi considerado a melhor medida, com ROCE, Spread, EVA e ROA o influenciando significativamente. Ademais, nas empresas de capital intensivo e empresas de manufatura, o indicador Q de Tobin é a melhor medida, enquanto que para o setor de alimentos e bebidas, o índice de mercado em relação ao valor contábil foi considerado uma medida melhor de criação de valor para o acionista do que outras medidas testadas. Descobriu-se também que um aumento na criação de valor para o acionista corporativo prejudica o crescimento econômico.

Sob o contexto de crises, os setores das empresas também podem absorver e responder a mudanças econômicas ou a eventos em escala global de formas distintas. À medida que as crises tornam os valores divergentes do curso normal e as perspectivas futuras tornam-se um mosaico, devido à incerteza, à turbulência e aos choques, a importância da avaliação de uma empresa agrava-se significativamente (Rizvi et al., 2022). Nessa direção, Mazur et al. (2021) investigaram o efeito da pandemia de Covid-19 no comportamento do mercado de ações utilizando o universo de empresas do S&P1500 e observaram que ela pode não ser necessariamente igualmente prejudicial para todas as empresas e setores. Os autores ressaltam que enquanto a maioria deles sofre e os preços das suas ações desabam, alguns setores podem beneficiar da pandemia e do confinamento resultante. Eles descobriram efeitos bidirecionais, pois diante de um mesmo evento, particularidades de um grupo promoveram diferentes efeitos, e alguns setores alcançaram retornos positivos (gás natural, produtos químicos, alimentação, saúde, software e tecnologia) enquanto outros sofreram com a queda do preço das ações (petróleo bruto, imobiliário, hotelaria e entretenimento).

Já Rizvi et al. (2022) investigaram o impacto da pandemia de Covid-19 na avaliação de empresas não financeiras em dez estados-membros da União Europeia. Seus resultados evidenciaram uma perda significativa nas avaliações em todos os setores analisados devido a um possível declínio nas vendas e ao aumento do custo do capital próprio. Os autores estimaram que as entidades médias em alguns setores poderiam perder até 60% do seu valor intrínseco num ano, como efeito dessa crise. Por outro lado, Avelar et al. (2022), no contexto de empresas

brasileiras, observaram que embora a queda acentuada no primeiro trimestre de 2020 tenha sido generalizada, afetando todos os setores, de forma geral, nem todas as empresas experimentaram queda no seu valor de mercado. Para os autores, as perdas mencionadas podem estar diretamente relacionadas aos efeitos da pandemia da Covi-19 e às medidas para contê-la.

A respeito de crises derivadas de conflitos geopolíticos, Leigh et al. (2003) analisaram dados do mercado financeiro dos EUA para produzir uma avaliação *ex-ante* sobre as consequências econômicas da guerra com o Iraque sobre diferentes setores econômicos. Suas análises revelaram que o impacto estimado da guerra em vários setores é, em grande parte, o que seria de esperar; e que a guerra é afeta negativamente as indústrias de consumo cíclico, as companhias aéreas, as finanças e a tecnologia da informação, pois esses setores são sensíveis tanto às condições macroeconômicas adversas como à ameaça do terrorismo. Por outro lado, os autores observaram situações igualmente positivas para mineradoras empresas da indústria petrolífera, que mais beneficiariam com o aumento dos preços do petróleo.

Esses achados dos estudos de Leigh et al. (2003), Mazur et al. (2021), Rizvi et al. (2022) e Avelar et al. (2022) demonstram efeitos de eventos que impactaram os mercados e que promoveram consequências em proporções variadas, mas que de um modo geral, reiteram que as características específicas dos setores os tornam únicos e sujeitos a gerir e absorver mudanças de diferentes formas. Assim, ressaltando a importância de considerar essas os grupos ou categorias econômicas em que as empresas pertencem nas análises de avaliação do seu desempenho ou valor e dos mercados.

Dessarte, de acordo com Hall (2016) a maioria dos estudos tenta explicar a criação de valor para o acionista, o preço das ações ou o excesso de retornos de mercado em relação a uma amostra homogênea de empresas, e geram constatações variadas e, às vezes, conflitantes, que inevitavelmente, não são capazes de fornecer aos gestores de uma empresa um plano ou caminho claro para a criação eficiente de valor para o acionista dessa empresa em particular. Por isso, tal como Hall (2016, 2018, 2024), entende-se a relevância de realizar uma investigação que foque nas diferentes categorias das empresas, a partir da segregação da amostra conforme sua atividade.

A identificação dos direcionadores de valor por setor possibilita um melhor entendimento das tendências estratégicas predominantes em cada um (Aguiar et al., 2011). Portanto, o intuito

dessa distribuição, ao contrário de manter a amostra como um grupo homogêneo, como ressaltado por Hall, é estabelecer um conjunto de variáveis ou direcionadores que sejam únicos e significativos na determinação da criação de valor para o acionista em um setor específico. Desta forma, o presente estudo estende essa análise as empresas do G20, tendo como Hipótese de Pesquisa (H4) que:

H4: cada setor econômico detém um conjunto único de variáveis que direciona o MVA® de empresas, independentemente do país de origem.

Identificar os direcionadores específicos relativos as características de cada um pode gerar variadas implicações para os gestores, analistas e investidores de uma empresa, pois dependendo do setor a que ela pertença eles devem considerar um agrupamento de variáveis próprio para embasar suas decisões ou direcionar seus esforços; mas também pode fornecer importantes esclarecimentos sobre como diferentes categorias econômicas são percebidas pelos governos e economias, contribuindo para compreensão das dinâmicas de mercado e para tomada de decisões estratégicas.

Desta forma, esse exame dos setores econômicos pode demonstrar não apenas os direcionadores de valor de cada grupo, como revela a diversidade de respostas aos efeitos das crises e como a estrutura de um país influencia os achados. Cada país membro do G20, por exemplo, dispõe de peculiaridades e estruturas institucionais que configuram a dinâmica de criação de valor de suas empresas. As regulamentações, as políticas econômicas e a organização dos mercados afetam os setores e, por consequência, o valor das empresas. No contexto de crises, por exemplo, níveis altos de governança e liberdade econômica criam ambientes mais estáveis e favoráveis a gestão mais eficiente e prática do evento. Portanto, o entendimento da relação entre as características institucionais dos países e o valor corporativo oportuniza avaliações completas e mais precisas de suas empresas.

2.5 O Grupo dos Vinte (G20) e a Dinâmica de Características Institucionais

2.5.1 O que é G20

O G20, segundo o Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (2021),

foi criado, em 1999, em resposta às crises financeiras no México (1994), na Ásia (1997) e na Rússia (1998). O G20 foi concebido, inicialmente, como um fórum de diálogo informal entre ministros de finanças e presidentes de bancos centrais, com o objetivo de reunir as maiores economias avançadas e emergentes para discutir estratégias de estabilização do mercado financeiro global. Após a crise financeira global de 2008, os países do G20 decidiram elevar o nível de participação das autoridades para Chefes de Estado e de Governo. Desde então, a agenda do G20 foi ampliada para além da esfera econômico-financeira, passando a incluir temas referentes ao desenvolvimento econômico e social sustentável (Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços, 2021).

Atualmente, o G20 é um fórum de cooperação econômica internacional central (característica definida desde o acordo na Cúpula de Pittsburg nos Estados Unidos em 2009), que realiza um relevante dever na definição e no reforço da arquitetura e da governança mundiais em todas as grandes questões econômicas internacionais, bem como questões relativas a comércio, saúde, energia, meio ambiente, desenvolvimento sustentável, agricultura, mudanças climáticas e combate à corrupção (G20.org, 2024).

Nº	Países-Membro	Órgãos Regionais
1	África do Sul	União Africana
2	Alemanha	
3	Arábia Saudita	União Europeia
4	Argentina	
5	Austrália	
6	Brasil	
7	Canadá	
8	China	
9	Coréia do Sul	
10	Estados Unidos	
11	França	
12	Índia	
13	Indonésia	
14	Itália	
15	Japão	
16	México	
17	Reino Unido	
18	Rússia	
19	Turquia	

Figura 7 - Composição do G20

Em 2021, O G20 representava aproximadamente 80% (oitenta por cento) do Produto Interno Bruto (PIB) mundial, 75% (setenta e cinco por cento) do comércio global e 60% (sessenta por

cento) da população do planeta (Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços, 2021). Transcorridos três anos, os membros passaram a representar cerca de 85% (oitenta e cinco por cento) do PIB mundial, mais de 75% (setenta e cinco por cento) do comércio mundial e cerca de 67% (sessenta e sete por cento) da população mundial (G20.org, 2024). A **Figura 7** apresenta a composição do G20 que consiste em 19 (dezenove) países-membro e 2 (dois) órgãos regionais.

Compreender o G20 é importante para analisar as dinâmicas globais atuais, visto que esses países são heterogêneos e detêm características institucionais distintas que influenciam seu funcionamento interno e suas estratégias econômicas. O modo como cada país responde a crises internacionais e demais eventos econômicos mundiais é afetado pela variabilidade nas características da cultura nacional, nas instituições e sistemas jurídicos adotados, nas normas contábeis, e nos níveis de estrutura de mercado, de governança e liberdade econômica. Logo, examinar essas características institucionais é importante para compreender o G20, e a influência de suas particularidades na capacidade de gestão de crise e no valor corporativo de suas empresas. A subtópico a seguir apresenta as principais características institucionais que podem ser atribuídas a um país.

2.5.2 Características Institucionais dos Países

O ambiente institucional em que as empresas operam desempenham um papel de grande importância em seu processo decisório. Ao investigar um conjunto de empresas em diferentes economias suas características institucionais e fatores específicos podem impactar sua performance de maneiras distintas. Portanto, a avaliação precisa levar em conta as particularidades individuais das empresas e do ambiente em que estão inseridas (Cunha et al., 2014), exigindo considerações específicas tanto da empresa e quanto do país para determinar o seu valor (Thakur et al., 2019). Assim, as subseções a seguir apresentam as características inerentes ao contexto dos países que podem impactar a gestão das empresas, e consequente o seu valor corporativo.

2.5.2.1 Mercados Emergentes versus Mercados Desenvolvidos

A classificação de um país como Emergente (Em Desenvolvimento) ou Desenvolvido (Economia Avançada) está, geralmente, relacionado ao nível de desenvolvimento econômico,

social e político em que ele se encontra. Em países como os emergentes, por exemplo, a determinação do valor de uma empresa é uma tarefa mais complexa, pois como apontam Cunha et al. (2014), são ambientes que estão sujeitos a maior interferência governamental, incertezas da economia, volatilidade das taxas de juros e aumento da competitividade.

Além disso, em contraste com os países desenvolvidos, as economias dos países emergentes são caracterizadas por políticas monetárias pró ou acíclicas e por uma elevada volatilidade da produção (Duncan, 2014, p. 113). No entanto, essas economias estão registrando um rápido crescimento e tornando-se cada vez mais industrializadas. De acordo com Ayadi et al. (2024), o tradicional sistema econômico, baseado na agricultura e na exportação de *commodities*, está sendo substituído por um novo modelo focado em indústrias e serviços diversificados, o que provocou um desenvolvimento sem precedentes em suas estruturas financeiras, regulamentações e fluxos de capital das economias desenvolvidas, como EUA, Europa e Japão.

Apesar disso, esses mercados emergentes continuam a ficar atrás das economias avançadas em termos de eficiência (Ayadi et al., 2024). Essas economias avançadas apresentam infraestruturas desenvolvidas, educação acessível e de qualidade, inovações em tecnologias e indústrias, mercados financeiros robustos e regulamentações bem estabelecidas.

Para analisar como cada um dos grupos opera e o que os influencia, alguns estudos foram realizados, principalmente com o intuito de observar como determinados fenômenos econômicos ocorrem em cada um dos níveis. A **Figura 8** evidencia alguns destes estudos. Os resultados observados ressaltam a importância dessa distinção entre os países em Emergentes e Desenvolvidos e discutem, conforme seus objetivos, como características e diferentes aspectos inerentes a eles se comportam, considerando determinadas particularidades do ambiente institucional.

Autores	Detalhes da Pesquisa
Duncan (2014)	Investigou o papel da qualidade institucional como um fator por trás do fato que as políticas monetárias pró-cíclicas podem ter contribuído para as maiores flutuações econômicas observadas nas economias de mercado emergentes. Apresenta evidências que apoiam a ligação entre a ciclicidade da política monetária e a qualidade das instituições. Observa em uma amostra de 56 economias desenvolvidas e em desenvolvimento, a correlação entre a produção e a taxa de juros está diretamente relacionada a um indicador de qualidade institucional, ou seja, países com instituições fortes tendem a apresentar correlações positivas entre produção e taxa de juros (sinais de política monetária anticíclica), enquanto países com institucionalidade fraca apresentam correlações negativas e seguem políticas geralmente caracterizadas como pró-cíclicas.

Pringpong et al. (2023)	Examinaram o efeito do risco geopolítico (GPR) sobre o valor da empresa, com foco em empresas não financeiras de 14 países de mercados emergentes. As evidências mostram que o aumento do GPR está associado à redução do valor da empresa; que choques geopolíticos locais (de cada país), é o principal fator da influência negativa sobre o valor da empresa, enquanto o GPR global é irrelevante. Esse último risco, entretanto, tem um efeito elevado sobre o valor da empresa durante o período de alto GPR. Também descobriram que as empresas reduzem o risco interno mantendo mais caixa e dívida durante a alta incerteza externa, diminuindo o valor da empresa.
Khandelwal et al. (2023)	Devido à escassez de evidências em países emergentes sobre a influência do conjunto das divulgações de riscos corporativos (CRD) e dos construtos de governança corporativa (GC) centrados no conselho (tamanho, participação em reuniões, número de diretoras, número de diretores executivos e não executivos e dualidade do CEO) sobre o valor da empresa, examinaram uma amostra de 205 empresas indianas não financeiras, e observaram uma associação positiva entre CRD e valor da empresa. Entretanto, essa associação positiva significativa é atenuada devido à dualidade do CEO. Além disso, o número de diretoras no conselho tem um efeito positivo e significativo sobre o valor da empresa, indicando os benefícios da diversidade de gênero para as empresas.
Ayadi et al. (2024)	Examinaram os picos intradiários das moedas dos países emergentes em resposta aos anúncios de notícias macroeconômicas nacionais e estrangeiras, bem como aos discursos de altos funcionários dos EUA. Empregaram um estimador de volatilidade robusto para estimar os picos das moedas. Observaram que tanto os saltos quanto os sobressaltos das moedas emergentes apresentam respostas significativas e pronunciadas às notícias sobre a política monetária e a atividade real dos EUA. Além disso, descobriram que a política monetária doméstica e os dados de atividade econômica real, bem como os discursos dos altos funcionários do Federal Reserve, desencadeiam saltos significativos nas moedas emergentes, levando a grandes flutuações cambiais que perturbam a estabilidade do mercado, prejudicando a resiliência econômica e, potencialmente, diminuindo as classificações ESG.

Figura 8 - Pesquisas que Consideram os Contextos de Países Emergentes e Desenvolvidos

Nessa conjectura, os mercados emergentes e desenvolvidos apresentam características diferentes que são capazes de influenciar diretamente o MVA® das empresas. Cada grupo reflete os aspectos predominantes em seus países relativos à estrutura econômica, sistema financeiro e governança. Fatores que variam e que podem afetar o comportamento das empresas de cada país, e assim o seu valor. O enquadramento de um país em uma característica não é simples, pois a qualidade institucional contempla todos os aspectos que influenciam sua estruturação, e que combinados podem apresentar diferentes resultados. Por exemplo, o caso da adoção das normas contábeis internacionais. Nos países considerados desenvolvidos, que tendem a ter altos níveis de transparência e consistência das informações, a opção pelo uso das normas IFRS reforçaria a confiança do país, ao harmonizar as informações. Contudo, ainda existem críticas quanto adoção dessas normas, se elas são de fato benéficas e geram mudanças significativas. A subseção a seguir discute esses pontos.

2.5.2.2 Normas Internacionais de Contabilidade

Dentre os objetivos da Contabilidade está a geração de informações para tomadas de decisões por parte de seus usuários. No contexto empresarial, ela estuda e registra a movimentação financeira e operacional de empresas sendo um fator essencial para sua gestão. A fim de que esta ocorra de forma eficiente, as informações geradas pela Contabilidade precisam apresentar qualidade, e para isso devem ser relevantes, materiais e com representação fidedigna, além de serem comparáveis, verificáveis, tempestivas e compreensivas, conforme a *Conceptual Framework for Financial Reporting* (CFFR) do *International Financial Reporting Standards* ([IFRS], 2018). De tal modo que, o propósito das normas IFRS é suprir essa demanda, possibilitando que empresas de todo o mundo disponibilizem tais informações aos seus investidores (IFRS, 2024b).

Esse movimento em direção as informações confiáveis, transparentes e internacionalmente comparáveis, começou a crescer e o esforço para harmonizar os padrões contábeis teve seu pontapé com o a criação do *International Accounting Standards Committee (IASC)* em 1973, que em 2001, se reestruturou e passou a ser conhecido como *International Accounting Standards Board (IASB)*, grupo independente que busca desenvolver um conjunto único de normas contábeis aplicáveis globalmente, as conhecidas normas IFRS. Elas caracterizam-se como um meio de facilitar a harmonização das práticas contabilísticas. Desde então, os países começaram a se movimentar para participar dessas mudanças e acompanhar o avanço rumo as Normas Internacionais de Contabilidade. Segundo Akisik et al. (2020), a opção por adotar um conjunto de normas de contabilidade financeira universalmente aceitas é uma decisão a nível nacional e pode ser vista como um sinal de vontade de participar nos mercados financeiros globais e uma tentativa de melhorar a transparência empresarial.

García et al. (2017) que investigou se a adoção do IFRS aumenta a relevância do valor e a tempestividade dos lucros na América Latina observou que qualidade da informação contábil aumenta com a adoção das IFRS principalmente em grandes empresas; demonstrando que um padrão normativo de maior qualidade aumenta a relevância do valor da informação contábil. Assim, como García et al., outros estudos buscaram entender o efeito da adoção de Normas Internacionais de Contabilidade e das mudanças decorrentes de tal fato, como demonstra a **Figura 9**.

Autores	Detalhes da Pesquisa
Young e Zeng (2015)	Investigaram a ligação entre a comparabilidade contábil aprimorada e o desempenho de avaliação de múltiplos de preços. As análises iniciais demonstraram como a comparabilidade contábil aprimorada leva a um melhor desempenho de avaliação baseada em pares. Investigando 15 países da União Europeia (UE) durante o período 1997-2011 documentaram uma melhoria significativa no desempenho da avaliação medida como a precisão dos preços, a capacidade das estimativas de valor para explicar a variação transversal no preço observado e a capacidade do múltiplo de preços de prever futuros múltiplos de mercado para valor contábil. As conclusões mostraram que o melhor desempenho da avaliação é a consequência de melhorias no grau de comparabilidade contábil internacional que ocorreram durante o período da amostra, e que uma fração significativa do ganho de comparabilidade opera por meio de uma melhor seleção pelos pares.
García et al. (2017)	Investigaram se a mudança dos padrões contábeis locais para os internacionais melhorou a qualidade da Contabilidade das empresas latino-americanas, observando se as variáveis contábilísticas fundamentais se tornaram mais relevantes e aumentaram a tempestividade dos lucros após as empresas adotarem as IFRS. No período entre 2000 e 2014 usando uma amostra de 923 empresas da Argentina, Brasil, Chile e México, constataram que as alterações das regulamentações contábilísticas locais para as normas aprovadas internacionalmente aumentaram a relevância do valor, e a presença de tempestividade dos lucros nas grandes empresas. Os resultados deste estudo sugerem a presença de relevância de valor na introdução das IFRS e os são mais fortes em níveis mais elevados de capitalização. Assim, há evidências de que a qualidade da informação contábil aumenta com a adoção das IFRS principalmente em grandes empresas do Brasil, Chile e México, mas não na Argentina. Os resultados revelam a importância que o mercado atribui à implementação de normas padronizadas num contexto internacional. Mostram que um padrão normativo de maior qualidade aumenta a relevância do valor da informação contábil.
Akisik et al. (2020)	Exploraram as relações entre as IFRS, o FDI (foreign direct investment), o desenvolvimento humano e o crescimento econômico nos países africanos anglófonos e francófonos entre 1997 e 2017. Constataram que o FDI, a abertura, a escolaridade e o controle da corrupção têm um efeito positivo nas decisões dos países que adotaram as IFRS; além disso o FDI tem um efeito positivo no crescimento econômico, e que esse efeito positivo é potencializado pelas IFRS; países africanos anglófonos e de direito consuetudinário adotam mais as IFRS do que os países francófonos.
Salah (2020)	Revisou a literatura contábil que investigou os efeitos das IFRS no desempenho financeiro das empresas para responder a uma questão de debate sobre quão eficazes são as normas contábeis em afetar o desempenho financeiro e para fornecer orientação para estudos futuros. A análise demonstra que a transição dos GAAP locais para as IFRS teve sucesso em afetar as medidas de desempenho financeiro das empresas em países de direito civil menos orientados para os acionistas e em países da região MENA. Isto foi atribuído à orientação do valor justo das IFRS, que provoca volatilidade na demonstração da posição financeira e nos números do desempenho financeiro. Estes efeitos, no entanto, normalmente variam entre países, dependendo das diferenças pré-transição entre os GAAP locais e as IFRS. Quanto maior for a diferença, mais voláteis serão as medidas de desempenho financeiro, especialmente os índices de rentabilidade.
Silva et al. (2020)	Investigaram o efeito de variáveis macroeconômicas no valor de mercado de empresas brasileiras, via o modelo de Ohlson (MO), entre elas PIB, inflação, taxa de juros, taxa de câmbio, oferta de moeda e risco país, além de <i>dummies</i> para setores, crise (inserindo o período 2008-2009) e adoção de IFRS (período 2010 a 2014). As variáveis de setores não foram significativas, mas o IFRS influenciou negativamente o valor das empresas e a crise positivamente. PIB, inflação e taxa de câmbio afetaram negativamente o valor, enquanto taxa de juros e oferta de moeda afetaram positivamente na perspectiva do período de crise. No período da variável IFRS as variáveis macroeconômicas, mantiveram o comportamento observado na estimação com a variável crise.

Martens et al. (2020)	Examinaram se a comparabilidade das demonstrações financeiras restringe a gestão oportunista de resultados em 19 países de mercado fronteiro. Os resultados mostraram que uma maior comparabilidade financeira restringe a gestão de resultados de acumulações (AEM). Ao contrário dos mercados desenvolvidos, não foi encontrada uma relação significativa entre comparabilidade financeira e gerenciamento de resultados reais (REM). Para maior robustez, o AEM e o REM também foram testados em países que adotaram e não adotaram as normas IFRS os quais evidenciaram que a adoção das IFRS restringe o AEM, mas não apresentou efeito na restrição do REM. Observaram também que as raízes jurídicas (direito civil versus direito consuetudinário) desempenham um papel significativo na restrição da gestão de resultados. Os países de direito consuetudinário exibiram AEM mais baixos quando a comparabilidade aumentou; esta importância não foi encontrada em países enraizados no direito civil. As contribuições deste estudo mostram que as conclusões dos mercados desenvolvidos não podem ser generalizadas para os mercados fronteiriços. O teste de robustez destaca que os países de direito consuetudinário estavam menos aptos a envolver-se em AEM e que as empresas alteram as suas práticas de mercados emergentes após a adoção das IFRS.
Bertrand et al. (2021)	Analisaram se as empresas privadas europeias podem contrair mais dívidas quando reportam voluntariamente a sua informação financeira consolidada de acordo com as IFRS em vez de regras contabilísticas locais. A partir dos dados de 8.391 empresas em 22 países da União Europeia (UE) de 2005 a 2018, constataram que a adoção das IFRS leva a mais emissões de dívida privada para empresas não cotadas; e que as IFRS facilitam o acesso ao crédito para empresas não cotadas, especialmente empresas em ambientes informacionais fracos, e empresas que são mais jovens, menores e menos tangíveis, portanto, mais opacas. Gerando, portanto, benefícios para as empresas analisadas.

Figura 9 - Pesquisas que Analisaram a Adoção das Normas IFRS

Os resultados apresentados na **Figura 9** revelam que as normas IFRS não apenas tendem a facilitar a harmonização das práticas contábeis globais, mas também influenciam significativamente o desempenho e a transparência das empresas, afetando fatores como volatilidade de medidas de desempenho financeiro, de previsão de avaliação de preços e valor de mercado, o acesso a crédito das empresas e a ocorrência de gerenciamento de resultados. De tal modo que, as normas IFRS funcionariam como um passo estratégico que contribui para promoção de um ambiente econômico-financeiro mais robusto e transparente.

Todavia, ainda que a adoção das normas IFRS usualmente esteja relacionada a aspectos positivos como melhoria nas práticas, transparência e desempenho das empresas, Black e Nakao (2017) destacam que dentro de um mesmo país, elas detêm incentivos econômico distintos no que tange à divulgação de informações de qualidade. Os referidos autores demonstram que, além das discussões observadas até o momento que evidenciam as contribuições significativas da adoção dessas normas, há as exposições que sugerem pequenos efeitos ou até efeitos insignificantes no mercado de capitais dos países (Black & Nakao, 2017). Ademais, a grande parte dos benefícios gerados por essa adoção é geralmente documentada em países desenvolvidos, embora a maioria dos países que adotaram as IFRS sejam países emergentes (Al-Enzy et al., 2023).

De acordo com Ball (2001), a harmonização das normas de contabilidade raramente produziria uma convergência para as denominadas normas internacionais, pois essa uniformização foi criada para atender as necessidades de países como EUA e Reino Unido, que seguem o sistema legal *commom law*. Sob esta estrutura, as demonstrações contábeis são preparadas com foco nos investidores e usuários da informação, e a divulgação de informações completas e transparentes minimiza o problema de assimetria informacional. Portanto, existem dúvidas sobre os reais benefícios que adoção das IFRS podem gerar, como destaca Christensen (2012), principalmente, em países de economia emergente que detêm ambientes institucionais fracos e ferramentas para adequada aplicação ineficientes. Uma vez que as IFRS são baseadas no valor justo e, em ambientes institucionais fracos, há maior oportunidade de intervenção gerencial nos relatórios financeiros, o que explicaria as evidências de que a qualidade dos lucros diminui na experiência com IFRS (Al-Enzy et al., 2023).

Esse achado de Al-Enzy et al. (2023) advém do exame da relação entre a experiência de adoção das IFRS e a qualidade dos lucros divulgados na região do Conselho de Cooperação do Golfo (CCG) – uma região que apresenta várias características de economias emergentes. Como destacam os referidos autores, suas constatações têm implicações políticas importantes para os países que estão prestes a adotar ou que estão no estágio inicial de implementação das IFRS e sugerem que uma forte aplicação das normas contábeis, juntamente com a melhoria dos ambientes institucionais, pode ser necessária para melhorar a qualidade dos relatórios financeiros.

Almaharmeh et al. (2024) investigaram o impacto da cobertura dos analistas nas decisões de gerenciamento de resultados reais (REM), e o papel mediador desempenhado pela adoção das IFRS na relação entre esses elementos. O estudo foi realizado com base numa amostra de 12.615 observações empresa-ano, em todas as empresas cotadas na bolsa de valores de Londres durante o período 1997–2021. Os resultados, ao contrário do que se esperava, demonstraram que a introdução das IFRS não fortaleceu o papel de monitoramento dos analistas de segurança sobre a administração das empresas: em vez disso, os gestores utilizam a flexibilidade inerente e a discricção disponível nas IFRS baseadas em princípios para atender às referências dos analistas por meio de atividades de REM.

Assim, a compreensão acerca dos efeitos da adoção das normas IFRS para as empresas e sua performance são contraditórios, revelando a necessidade de maiores investigações, mas

principalmente destacando a importância de considerar o contexto institucional do país que adotou as normas para se prosseguir com análises de suas empresas. Como observado, as normas IFRS foram desenvolvidas em países com orientação para o sistema *common law* e sua efetividade pode variar significativamente conforme o sistema legal vigente. Cada sistema apresenta orientações relativas à proteção do investidor, ao rigor regulatório e a operação dos mercados. São diferenças que modificam as estruturas e podem interferir em como as empresas adotam e utilizam essas normas, e por conseguinte, o valor das empresas. Dessa forma, a subseção seguinte apresenta e caracteriza esses sistemas legais.

2.5.2.3 *Sistema Legal*

Segundo Vishny et al. (2019), o processo da conquista e da colonização deixou um efeito profundo na cultura e nas instituições dos países afetados, sendo provavelmente os exemplos mais óbvios disso o idioma e a religião adotados pelos países colonizados: pessoas dos EUA falam o idioma de seu colonizador, a Grã-Bretanha; as pessoas na América do Sul falam espanhol, com exceção dos brasileiros, que falam o idioma de seu colonizador, Portugal. Os países colonizados absorveram parte da cultura e dos costumes de seus colonizadores, e por meio dessa transferência, desenvolveram-se as chamadas “famílias jurídicas de leis” substancialmente influenciadas pelos países de origem: (i) o *common law*, também conhecido como direito consuetudinário, cuja origem legal é o direito inglês; e (ii) o *civil law*, cuja origem é o direito romano e apresenta subtradições em sua formação advindas dos direitos francês, alemão, escandinavo e socialista (La Porta et al., 2008; Vishny et al., 2019).

Com o desenvolvimento dos países a globalização as condições culturais, políticas e econômicas de cada sociedade passaram a refletir-se nas suas leis nacionais. Ocasionalmente, os países adotam algumas leis de uma tradição jurídica e outras leis de outra, e os indivíduos precisam acompanhar esses híbridos, mas geralmente uma tradição particular domina em cada país (La Porta et al., 2008). A **Figura 10** é parte do trabalho de Vishny et al. (2019), que se baseia-se no estudo de La Porta et al. (2008), e apresenta a distribuição das origens das tradições jurídicas em todo o mundo. Em relação a origem legal, observa-se no mapa a clara predominância do sistema *civil law* (com suas subtradições: francesa, alemã, escandinava e socialista).

Além disso, a origem inglesa prepondera em países de correspondente idioma e nas ex-colônias britânicas (EUA, Canadá, Austrália, Índia, Nigéria, Quênia e África do Sul), e está presente em algumas partes da Ásia. Já origem francesa se destaca na América Latina, partes da África e em países do sudeste asiático, e em alguns países europeus (a própria França, Portugal, Espanha etc.).

No que tange a origem alemã, o mapa revela, o seu domínio nos países europeus (além da Alemanha, Áustria, e outros da Europa central e oriental), mas também se encontra presente na China. A origem escandinava aplica-se aos países nórdicos (Noruega, Suécia, Dinamarca, Islândia e Finlândia). E, a origem socialista, segundo a **Figura 10**, está presente na Coreia do Norte, Cuba e Mianmar.

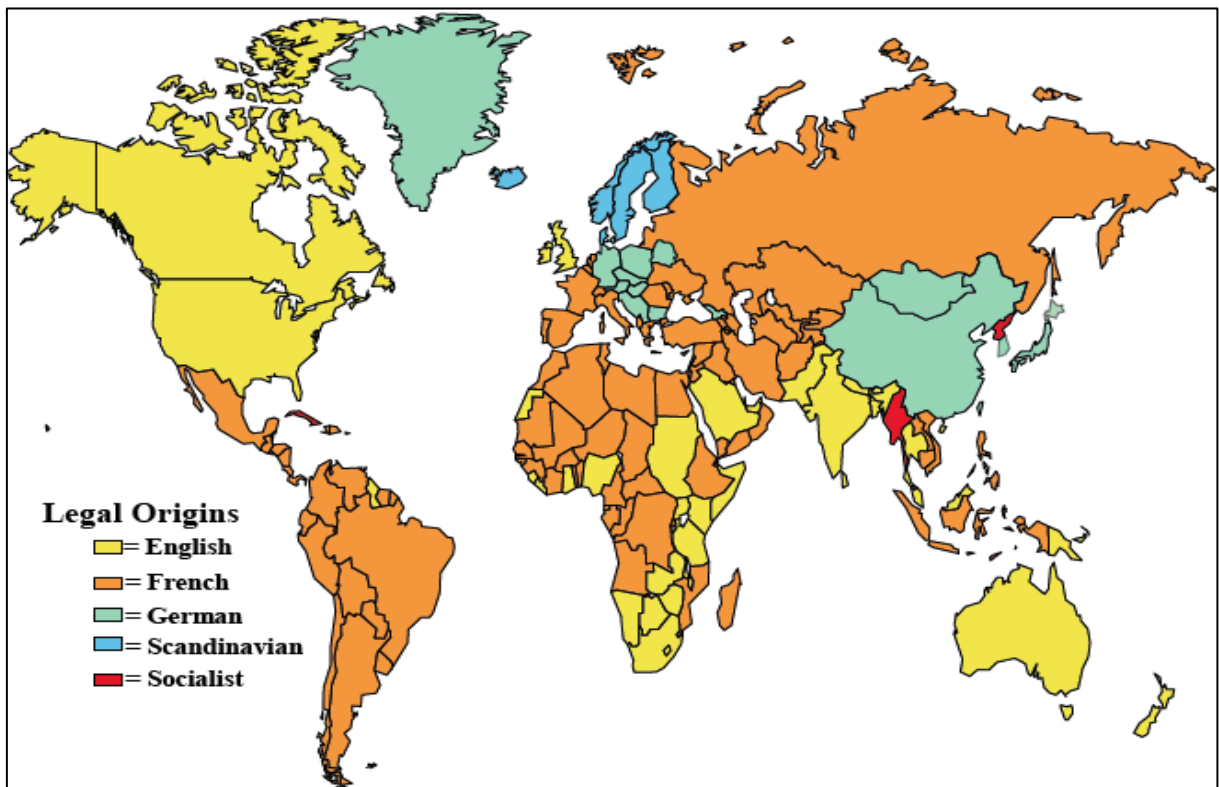


Figura 10 - Distribuição das Origens Legais

Fonte: Vishny et al. (27 de julho de 2019) Retrieved from <https://cepr.org/voxeu/columns/legal-origins>, em 17 de junho de 2024.

As origens legais ou jurídicas refletem as influências históricas e coloniais, bem como as tradições jurídicas desenvolvidas localmente. Elas podem influenciar inúmeros aspectos de um país ou economia, como a estrutura regulatória; no contexto empresarial pode impactar a governança corporativa, as atividades e práticas de uma empresa. Nesse sentido, cada sistema

legal (*common law* e *civil law*) apresenta particularidades que o retratam e configuram a sua forma de funcionamento. A **Figura 11** sintetiza as características desses sistemas.

Observa-se que o sistema *common law* tende a ser menos intervencionista enquanto o sistema *civil law* tende a ser diretivo e mais focado na restrição de arranjos econômicos privados pelo Estado. O *common law* é mais independente das regulamentações e apresenta uma maior proteção para os investidores e acionistas. Por outro lado, o *civil law* se prende as regulamentações, e conforme Aluchna et al. (2020), ele está associado a uma proteção mais fraca dos investidores e acionistas, o que naturalmente leva a uma maior concentração de propriedade.

<i>Common law</i> ou direito consuetudinário	<i>Civil law</i>
Leis originadas no direito inglês.	Leis originadas no direito romano.
-	Dispõe de várias subtradições: francesa, alemã, socialista e escandinava
Países originários: Inglaterra e as suas colônias, incluindo os EUA.	Países originários: França, Espanha, Portugal e suas colônias.
Formado por juízes de apelação, que estabelecem precedentes resolvendo disputas jurídicas específicas.	Utiliza estatutos e códigos abrangentes como principal meio de ordenar material jurídico. Depende fortemente de juristas para determinar e formular regras.
A resolução de disputas tende a ser contraditória e não inquisitorial.	A resolução de disputas tende a ser inquisitorial e não adversarial
A independência judicial tanto do executivo como do legislativo é fundamental.	A independência judicial não é um problema tão importante.
A tradição tende a ser menos intervencionista e mais favorável aos acordos econômicos privados.	A tradição tende a ser mais dirigista e mais focada no Estado que restringe os acordos econômicos privados.
Resolução de Litígios	Implementação de Políticas.
Os tribunais nos países consuetudinários tendem a ser mais independentes do poder executivo do que os tribunais nos países de direito civil, com mandatos judiciais mais longos e maiores limites à demissão de juízes.	
O procedimento legal de direito consuetudinário é menos formalizado, com menos etapas escritas ou formais necessárias para fazer avançar as disputas, menos ações e possibilidades de recurso mais limitadas.	
Regulamentação governamental muito mais rigorosa nos países de direito civil do que nos países de direito consuetudinário.	
Em todas estas esferas, o direito civil está associado a uma mão mais pesada de propriedade e regulamentação governamental do que o direito consuetudinário.	

Figura 11 - Características dos Sistemas Legais *Common law* e *Civil law*

Fonte: Elaborado pela autora com base em La Porta et al. (2008) e Vishny et al. (2019).

Essas particularidades contribuem diretamente para a definição do ambiente de negócios de um país, criando contextos seguros ou incertos para transações econômicas, realização dos

investimentos e das atividades empresariais. Aspectos que afetam o planejamento e capacidade de geração de valor das empresas inseridas nessas circunstâncias. Nessa direção, La Porta et al. (2008) demonstraram que os sistemas financeiros e os quadros jurídicos dos países mudam frequentemente em conformidade com as suas origens. Isto relacionado aos efeitos que os sistemas podem gerar na gestão e funcionamento das empresas e seus mercados contribuiu para a realização de várias investigações a fim de observar essa influência e como ela ocorre em diferentes contextos e países, como pode ser observado na **Figura 12**.

Autores	Detalhes da Pesquisa
Machokoto et al. (2019)	Exploraram as contrações de 2008-2009 na oferta de crédito num experimento quase natural para examinar se o conservadorismo financeiro afeta o valor da empresa, por meio de uma grande amostra de empresas de sete países africanos durante o período 2003-2012, encontraram fortes evidências de que o conservadorismo financeiro mitiga o efeito adverso das contrações na oferta de crédito sobre o valor das empresas, tanto para as empresas locais como internacionais. Dado que o choque na oferta de crédito de 2008-2009 teve origem nos EUA e no Reino Unido, objetivaram também observar se as empresas em países do sistema <i>common law</i> tinham sido mais afetadas em relação às empresas em sistemas do <i>civil law</i> . Notaram que as empresas dos países de <i>common law</i> (Nigéria, África do Sul, Egito e Quênia) foram mais afetadas pela crise do que as dos países de <i>civil law</i> (Marrocos, Tunísia e Costa do Marfim). Portanto, altos níveis de integração econômica e sistemas jurídicos semelhantes expõem as empresas de países vulneráveis a graves choques de oferta de crédito provenientes de economias desenvolvidas.
Zhang e Zi (2021)	Investigaram o efeito do Investimento Socialmente Responsável (ISR) no valor da empresa, buscando enfatizar o papel desempenhado pelos fatores institucionais na determinação do valor corporativo e considerando de forma abrangente o papel das instituições formais e informais. Selecionaram como variável de instituição formal a fonte legislativa, estabelecendo-se o <i>common law</i> e o <i>civil law</i> como variáveis <i>dummies</i> . Para instituição informal considerou o individualismo (dimensão cultural). O <i>common law</i> apresentou um efeito positivo no Q de Tobin, enquanto o <i>civil law</i> apresentou influência negativa nessa proxy de valor. Estes resultados confirmam que o ambiente institucional formal pode afetar o valor da empresa e mostram ainda que o valor da empresa, em média, é mais elevado para as empresas sob o <i>common law</i> do que sob o Direito Civil. A filtragem negativa no âmbito do ISR diferencia as empresas excluídas das empresas-alvo, e pode reduzir o valor das empresas excluídas em ambientes institucionais formais e informais. O grau de influência nos países de <i>common law</i> é mais significativo do que nos de <i>civil law</i> . Há diferenças óbvias entre os grupos de valor baixo, médio e alto das empresas. Os resultados indicam que o SRI pode, por esse meio, ajudar a melhorar a alocação de capital.
Zouari e Dhifi (2022)	Examinaram o efeito da estrutura de propriedade no nível de divulgação de informações financeiras e não financeiras no Relato Integrado (RI), e o efeito é sensível aos sistemas jurídicos nacionais. Por meio da análise de 431 empresas europeias pertencentes ao direito consuetudinário ou civil (subamostras) para o período de 2012 e 2019, observaram que as empresas orientadas para os acionistas visam obter lucro para tranquilizar os acionistas e poder pagar-lhes dividendos; 79% das empresas localizadas em países de direito consuetudinário divulgam informações mais integradas em comparação com países de direito civil (75%). Desta forma, constataram que as empresas em países de direito consuetudinário são mais criativas e mais dispostas a publicar relatórios não obrigatórios, tais como relatórios integrados, enquanto as empresas em países de direito civil podem limitar-se a relatórios obrigatórios.

Ben Fatma e Chouaibi (2023)	Analisaram a influência de mecanismos específicos de governança corporativa no valor das instituições financeiras europeias pertencentes a 12 países no período de 2007 a 2019. Os resultados revelaram que a diversidade de gênero do conselho e a propriedade do CEO influenciam positivamente o valor da empresa, enquanto o tamanho do conselho e a concentração de propriedade o influenciam negativamente. A independência do conselho está correlacionada de forma insignificante com o valor da empresa. Referente as variáveis de controle os resultados mostram que o tamanho, a idade e o sistema jurídico das instituições financeiras são fatores significativos na alteração do valor empresa.
-----------------------------	--

Figura 12 - Pesquisas que analisaram os Sistemas Legais

Essas pesquisas constataram que empresas de países no sistema *common law* foram mais afetadas pela crise de 2008-2009; apresentam maiores valores corporativos; e são mais propensas a divulgar as informações em relato integrado. Revelando a importância de observar os sistemas de origem jurídica ao analisar empresas e os mercados no qual elas estão inseridas para uma melhor compreensão das dinâmicas empresariais.

Os aspectos relativos à família jurídica ou sistema legal afetam o modo como as empresas funcionam e como os investidores percebem o MVA®. Porém, peculiaridades relativas ao estado direito, a qualidade da regulação, a eficácia do governo, estabilidade política, voz e responsabilidade e ao controle de corrupção, ou seja, ao nível de governança do país também devem ser consideradas, pois podem influenciar o valor corporativo, como discutido na subseção a seguir.

2.5.2.4 Worldwide Governance Indicators (WGI)

A governança é definida pelo *The World Bank* (2024) como as tradições e instituições pelas quais a autoridade num país é exercida, o que inclui o processo pelo qual os governos são selecionados, monitorizados e substituídos, assim como a capacidade do governo para formular e implementar eficazmente políticas sólidas; e o respeito dos cidadãos e do Estado pelas instituições que governam as interações econômicas e sociais entre eles (*The World Bank*, 2024).

Dado que uma boa governança é fundamental para o desenvolvimento dos países, em 1999 dois investigadores do *World Bank*, Daniel Kaufmann e Aart Kraay desenvolveram o *Worldwide Governance Indicators (WGI)* – indicadores mundiais de governança - para ajudar investigadores e analistas a avaliarem padrões amplos nas percepções de governança entre países e ao longo do tempo (Kaufmann e Kraay, 2023; *The World Bank*, 2024). Os elementos

WGI evidenciam a qualidade institucional dos países e compreendem os indicadores: voz e responsabilidade, estabilidade política e ausência de violência/terrorismo, eficácia do governo, qualidade regulatória, estado de direito, e controle da corrupção.

Detalhes sobre as fontes de dados subjacentes, o método de agregação e a interpretação destes indicadores podem ser encontrados nos trabalhos de Kaufmann et al. (2010, 2011). Com o próprio *site* do *The World Bank* destaca, os WGI são um produto do pessoal do *World Bank* com contribuições externas, e está disponível para mais de 200 países e territórios durante o período 1996–2022. A classificação percentual indica a posição do país entre todos os países cobertos pelo indicador agregado, com 0 correspondendo à classificação mais baixa e 100 à mais alta. A **Figura 13** evidencia os WGI e suas características.

Indicador	Descrição
Controle da Corrupção	Capta as percepções sobre a extensão em que o poder público é exercido para obter ganhos privados, incluindo formas pequenas e grandes de corrupção, bem como a “captura” do Estado por elites e interesses privados.
Eficácia do governo	Capta as percepções sobre a qualidade dos serviços públicos, a qualidade e o grau de sua independência das pressões políticas, a qualidade da formulação e implementação de políticas e a credibilidade do compromisso do governo com essas políticas.
Estabilidade política e ausência de violência/terrorismo	Mede as percepções da probabilidade de instabilidade política e/ou violência com motivação política, inclusive terrorismo
Qualidade regulatória	Capta as percepções da capacidade do governo de formular e implementar políticas e regulamentações sólidas que permitam e promovam o desenvolvimento do setor privado.
Estado de Direito	Capta as percepções sobre até que ponto os agentes confiam nas regras da sociedade e as cumprem e, em particular, a qualidade do cumprimento dos contratos, dos direitos de propriedade, da polícia e dos tribunais, bem como a probabilidade de crime e violência.
Voz e responsabilidade	Capta as percepções da extensão em que os cidadãos de um país podem participar da seleção de seu governo, bem como a liberdade de expressão, a liberdade de associação e uma mídia livre.

Figura 13 - Indicadores de Governança Mundial (WGI)

Fonte: World Bank. Worldwide Governance Indicators (WGI). Institutional Quality: <https://databank.worldbank.org/Institutional-Quality/id/98e680fc>

Esses indicadores são úteis como ferramentas para promover comparações amplas entre países e para avaliar tendências gerais ao longo do tempo (Kaufmann et al., 2011, Kaufmann & Kraay, 2023), por isso já foram investigados em variados contextos, como apontado na **Figura 14**.

Autores	Detalhes da Pesquisa
Saona e Martín (2018)	Analisaram o efeito das variáveis ao nível da empresa, bem como dos fatores institucionais ao nível do país, sobre o valor da empresa na região latino-americana: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru para o período 1997–2013. Os resultados indicaram que a concentração acionária, a estrutura de capital e a política de dividendos são direcionadores significativos do valor de mercado das empresas. A nível nacional os direcionadores do valor foram a aplicação da lei e os sistemas regulamentares. Ao nível da governança corporativa, identificaram evidências de que um bom sistema regulatório que proteja eficientemente os direitos dos acionistas está associado a um prêmio no valor de mercado da empresa.
Ojeka et al. (2019)	Examinaram o efeito da percepção da corrupção e da qualidade institucional sobre o desempenho das empresas com base nos dados extraídos de 135 empresas listadas na Nigéria no período de 2013 a 2017. Constataram que a corrupção está negativamente relacionada ao valor de mercado (Q de Tobin) e ao desempenho do valor contábil (ROA). Da mesma forma, a qualidade institucional está negativamente relacionada ao Q de Tobin e ao ROA. Os resultados sugerem que a corrupção e a qualidade institucional enfraquecem o mercado e o desempenho contábil das empresas na Nigéria. Além disso, compararam a extensão da corrupção e da qualidade institucional sobre o desempenho entre instituições financeiras e não financeiras e observaram que tanto a corrupção quanto o ambiente institucional fraco tendem a prejudicar o desempenho baseado no mercado e na contabilidade das empresas não financeiras, o que pode ser atribuído ao menor número de órgãos reguladores nessas instituições em comparação com as instituições financeiras.
Thakur et al. (2019)	Também analisaram o efeito da corrupção no valor das empresas, mas consideraram um conjunto abrangente de dados em painel de 4.236 empresas com 38.763 observações empresa-ano de 16 economias de mercado emergentes durante o período de 2002-2015. As análises evidenciaram uma relação negativa significativa entre o valor da empresa e a corrupção. Portanto, a corrupção deve ser incluída e controlada em estudos futuros sobre os determinantes do valor da empresa, e os formuladores de políticas devem tomar medidas adequadas para controlar o nível de corrupção em uma economia. Isso facilitaria a tomada de decisões financeiras ideais nas empresas e as ajudaria a obter maior valor.
Karmani e Boussaada (2021)	Investigaram se a qualidade institucional influencia a relação entre responsabilidade social corporativa (RSC) e desempenho da empresa (FP) utilizando uma grande amostra de 814 empresas europeias no período de 2008 a 2017. Detectaram que o efeito da RSC no FP é simultaneamente positivo e significativo para a pontuação econômica, social e global, com base num desempenho ponderado equitativo de quatro pilares da RSC; descobriram que a qualidade institucional é importante, uma vez que a corrupção diminui significativamente o FP, enquanto a estabilidade do governo, a lei e a ordem exercem um efeito positivo; e que o FP se beneficia da relação interativa entre a RSC e a qualidade institucional; finalmente, no que diz respeito às especificidades da empresa, descobriram que o desempenho desfasado e a taxa de crescimento das vendas aumentam significativamente o FP europeu. Contudo, o FP é negativamente sensível ao indicador de alavancagem.
Ali et al. (2022)	Investigaram se a qualidade institucional modera a relação entre governança corporativa e liquidez acionária à luz da teoria da agência e da assimetria de informação. Em uma amostra de 230 empresas não financeiras do Paquistão durante o período de 2009–2019. Os resultados mostram uma relação significativa e positiva entre o indicador de governança corporativa e a liquidez das ações, sugerindo que as empresas bem governadas têm elevada liquidez.
Bagh et al. (2023)	Buscaram quantificar o efeito das distorções do mercado de capital e de trabalho no valor corporativo e na taxa de crescimento sustentável (SGR) de uma amostra de 1.971 empresas listadas nos EUA de 2012–2022. Esta pesquisa oferece insights sobre ineficiências de mercado e efeitos institucionais. Observaram que as distorções do mercado e de trabalho têm uma influência negativa e significativa no valor empresarial e no crescimento sustentável; e que a qualidade institucional, como mecanismo potencial, melhora a eficiência da alocação de recursos e otimiza o sistema econômico sustentável para diminuir o efeito negativo das distorções do mercado de fatores no valor corporativo e no SGR.

Mawardi et al. (2024)	Analisaram relação entre qualidade institucional, liberdade econômica, avanço tecnológico e desenvolvimento financeiro islâmico em países selecionados da OIC, a partir de indústrias bancárias islâmicas em 22 países, no período de 2013 a 2021. Evidenciaram que a qualidade geral das instituições e a liberdade econômica influenciam o desenvolvimento das finanças islâmicas; a contribuição do desenvolvimento tecnológico aparece quando a qualidade institucional indica maior desempenho; revela uma contribuição consistente e significativa da qualidade institucional para o crescimento das finanças islâmicas; esta qualidade e a liberdade econômica estão relacionadas; no entanto, os métodos pelos quais os fundamentos de cada indicador influenciam o desenvolvimento financeiro diferem. Concluíram que a ênfase em quadros institucionais práticos e transparentes é essencial para cultivar um ambiente econômico bem regulamentado.
-----------------------	---

Figura 14 - Pesquisas que Analisaram os Indicadores de Governança Mundial

De forma geral, estas pesquisas (**Figura 14**) analisaram a relação entre as variáveis intrínsecas das empresas (valor da empresa, desempenho contábil, estrutura de capital, política de dividendos, etc.) e as variáveis institucionais relativas ao país e contexto a que pertencem (nível de corrupção, aplicação dos sistemas regulatórios, estabilidade do governo, qualidade institucional, et c.) demonstrando que a qualidade institucional, medida pelos indicadores WGI, melhora a rentabilidade, estabilidade e valor de mercado das empresas. Portanto, considerar os indicadores WGI nas análises é muito importante para compreender e otimizar o desenvolvimento econômico e financeiro em diferentes contextos institucionais, promovendo ambientes de negócios mais transparentes e eficientes.

Sucintamente, os indicadores de governança apresentam uma ampla perspectiva da qualidade institucional de um país, ou seja, do modo como administram suas políticas e interações. Eles evidenciam o nível de propriedade em que o seu sistema das tradições e organizações permite exercer a autoridade. Um ambiente em que o nível de governança o torna mais estável e previsível, favorece a gestão das empresas e decisões mais alinhadas ao propósito da geração de riqueza para os acionistas. Em contrapartida, cenários em que dominam a instabilidade são propensos a mudanças repentinas, ao crescimento do risco e a elevação dos custos, o que prejudica administração e a tomada de decisões que gerariam valor para empresas. Consequentemente, o nível de WGI apresentado por um país se associa a performance gerencial e a capacidade de criação de valor corporativo por parte de suas empresas.

Ademais, os WGI avaliam o que afeta a estabilidade e atratividade do ambiente em que a empresa está inserido, mas se limita a aspectos da boa governança, sem focar diretamente na liberdade econômica do país. Uma abordagem que considere os dois grupos de indicadores é capaz de evidenciar de forma completa o que ambienta o valor corporativo, considerando o que

facilita ou dificulta o crescimento da empresa. Por isso, a subseção seguinte apresenta e discute o índice de liberdade econômica.

2.5.2.5 *Índice de Liberdade Econômica*

O Índice de Liberdade Econômica (ILE), mede o impacto da liberdade e dos mercados livres em todo o mundo, documentando a relação entre a liberdade econômica e uma variedade de objetivos sociais e econômicos. É calculado para 184 economias pela *The Heritage Foundation*, também responsável por sua divulgação. Ele foi concebido para refletir o ambiente econômico e empresarial em cada país estudado da forma mais equilibrada possível, e abrange 12 fatores quantitativos e qualitativos, agrupados em quatro grandes categorias, ou pilares, de liberdade econômica: (i) Estado de Direito (direitos de propriedade, integridade do governo e eficácia judicial); (ii) Tamanho do Governo (gastos do governo, carga tributária e saúde fiscal); (iii) Eficiência Regulatória (liberdade de negócios, liberdade trabalhista e liberdade monetária); e (iv) Abertura dos Mercados (liberdade de comércio, liberdade de investimento e liberdade financeira) (*The Heritage Foundation*, 2024a). A **Figura 15** apresenta e resume as características desses quatro pilares e de suas subcategorias.

Pilares	Subcategorias/Características
Estado de Direito	<u>Direito de Propriedade:</u> Numa economia de mercado em pleno funcionamento, a capacidade de acumular propriedade privada e riqueza é uma força motivadora central tanto para os trabalhadores como para os investidores. Essa subcategoria avalia até que ponto a estrutura jurídica de um país permite que os indivíduos adquiram, detenham e utilizem a propriedade privada e até que ponto esses direitos são garantidos por leis aplicáveis que o governo aplica com eficácia. Portanto, fornece uma medida quantificável do grau em que as leis de um país protegem os direitos de propriedade privada e o grau em que essas leis são respeitadas. Os direitos de propriedade seguros dão aos cidadãos a confiança necessária para empreenderem atividades empresariais, pouparem os seus rendimentos e fazerem planos a longo prazo, porque sabem que os seus rendimentos, poupanças e propriedades (tanto reais como intelectuais) estão protegidos contra expropriação injusta ou roubo. Quanto mais eficaz for a proteção legal da propriedade, maior será a pontuação de um país, e quanto maiores forem as chances de expropriação da propriedade pelo governo, menor será a sua pontuação.
	<u>Eficácia Judicial:</u> Estruturas jurídicas que funcionem adequadamente são essenciais para proteger os direitos de todos os cidadãos contra atos ilegais de terceiros, inclusive governos e partes privadas poderosas. Isso exige sistemas judiciais eficientes e justos para garantir que as leis sejam totalmente respeitadas e que sejam tomadas as medidas legais adequadas contra as violações. Especialmente para os países em desenvolvimento, a eficácia judicial pode ser a área da liberdade econômica mais importante para estabelecer as bases do crescimento econômico. Nas economias avançadas, os desvios da eficácia judicial podem ser os primeiros sinais de problemas graves que levarão ao declínio econômico. Há muitas evidências de países do mundo todo de que um sistema judicial honesto, justo e eficaz é um fator essencial para capacitar os indivíduos, acabar com a discriminação e aumentar a concorrência.

	<u>Integridade do Governo</u> A corrupção corrói a liberdade econômica ao introduzir a insegurança e a coerção nas relações econômicas. A maior preocupação é a corrupção sistêmica das instituições governamentais e a tomada de decisões por meio de práticas como suborno, extorsão, nepotismo, compadrio, clientelismo, desvio de verbas e corrupção. A falta de integridade do governo causada por essas práticas reduz a confiança pública e a vitalidade econômica, aumentando os custos da atividade econômica. Ao permitir que alguns indivíduos ou interesses especiais obtenham benefícios do governo às custas de outros, elas são extremamente incompatíveis com os princípios de tratamento justo e igualitário necessários para uma sociedade economicamente livre. Há uma relação direta entre a extensão da intervenção do governo na atividade econômica e a prevalência da corrupção. Em especial, regulamentações governamentais excessivas e redundantes oferecem oportunidades para suborno e corrupção, que, por sua vez, são prejudiciais ao crescimento e ao desenvolvimento econômico. Além disso, as regulamentações ou restrições governamentais em uma área podem criar mercados informais ou negros em outra.
Tamanho do Governo	<u>Carga Tributária:</u> Todos os governos impõem encargos fiscais sobre a atividade econômica. Àqueles que permitem que indivíduos e empresas mantenham e administrem uma parcela maior de sua renda e riqueza para seu próprio benefício e uso ajudam a maximizar a liberdade econômica. Quanto maior for a participação do governo na renda ou na riqueza, menor será a recompensa do indivíduo por sua atividade econômica e menor será o incentivo para trabalhar. Alíquotas de impostos mais altas reduzem a capacidade de indivíduos e empresas buscarem seus objetivos no mercado e, portanto, também reduzem o nível geral de atividade do setor privado. As alíquotas de imposto de renda de pessoas físicas e jurídicas são uma restrição importante e direta à liberdade econômica de um indivíduo e são refletidas como tal no Índice, mas não são, por si só, uma medida abrangente da carga tributária. Os governos impõem muitos outros impostos indiretos, incluindo impostos sobre a folha de pagamento, vendas e impostos especiais de consumo, bem como tarifas e impostos sobre valor agregado (IVAs). Essa subcategoria capta a carga desses impostos ao medir a carga geral de todas as formas de tributação como uma porcentagem do PIB total.
	<u>Gastos do Governo:</u> Capta o ônus imposto pelos gastos do governo, que inclui o consumo do estado e todos os pagamentos de transferências relacionados a vários programas de direitos. Essa subcategoria não identifica um nível ideal de gastos do governo, pois isso varia de país para país, dependendo de fatores que vão da cultura à geografia e ao nível de desenvolvimento econômico. Em algum momento, entretanto, os gastos do governo se tornam um fardo inevitável, pois o crescimento do tamanho e do escopo do setor público leva inevitavelmente à má alocação de recursos e à perda de eficiência econômica. Os gastos excessivos do governo, que causam déficits orçamentários crônicos e o acúmulo de dívida pública, são um dos maiores entraves ao dinamismo econômico. Os gastos do governo têm um grande impacto sobre a liberdade econômica, mas é apenas um dos muitos componentes importantes. A escala de pontuação dessa subcategoria é não linear, o que significa que os gastos próximos a zero são levemente penalizados e os gastos que excedem 30% do PIB levam a pontuações muito piores de forma quadrática (por exemplo, o dobro dos gastos gera quatro vezes menos liberdade). Somente níveis extraordinariamente altos de gastos do governo (por exemplo, mais de 58% do PIB) recebem pontuação zero.
	<u>Saúde Fiscal:</u> A ampliação dos déficits e o aumento da carga da dívida, ambos causados pela má gestão do orçamento do governo, levam à erosão da saúde fiscal geral de um país, e essa deterioração está associada à instabilidade macroeconômica e à incerteza econômica, o que limita a liberdade econômica. A dívida é um acúmulo de déficits orçamentários ao longo do tempo. Em teoria, o financiamento da dívida dos gastos públicos poderia contribuir para o investimento produtivo e, por fim, para o crescimento econômico. No entanto, o aumento da dívida pública impulsionado por déficits orçamentários persistentes - e, principalmente, por gastos que apenas aumentam o consumo do governo ou os pagamentos de transferências - geralmente prejudica o crescimento geral da produtividade e, em última instância, leva à estagnação econômica em vez de crescimento.

Eficiência Regulatória	<u>Liberdade de Negócios:</u> Mede o grau em que os ambientes regulatórios e de infraestrutura de um país restringem a operação eficiente das empresas. A pontuação quantitativa é derivada de uma série de fatores que afetam a facilidade de iniciar, operar e fechar um negócio. A pontuação se baseia em quatro subfatores igualmente ponderados: acesso à eletricidade, risco do ambiente de negócios, qualidade regulatória e inclusão econômica das mulheres. A capacidade de um indivíduo estabelecer e gerir uma empresa sem interferência indevida do Estado é um dos indicadores mais fundamentais da liberdade econômica. Muitas regulamentações prejudicam a produtividade e a rentabilidade das empresas, mas as que mais inibem o empreendedorismo são frequentemente aquelas associadas ao licenciamento de novas empresas. Em alguns países, assim como em muitos estados dos EUA, o procedimento para obter uma licença comercial pode ser tão simples quanto enviar um formulário de registro pelo correio com uma taxa mínima. Noutras economias, como a Índia e partes da América do Sul, o processo de obtenção de uma licença comercial pode demorar muito mais tempo e envolver visitas intermináveis a gabinetes governamentais. Depois que uma empresa é aberta, a regulamentação governamental pode interferir no processo normal de tomada de decisão ou de definição de preços. Significativamente, dois países com o mesmo conjunto de regulamentos podem impor encargos regulamentares diferentes que têm consequências diferentes. Um país que aplica os seus regulamentos de forma uniforme e transparente pode reduzir a carga regulamentar, facilitando o planeamento empresarial a longo prazo, mas um país que aplica os regulamentos de forma inconsistente aumenta a carga regulamentar, criando um ambiente de negócios imprevisível.
	<u>Liberdade Trabalhista:</u> É uma medida quantitativa que considera vários aspectos da estrutura legal e regulatória do mercado de trabalho de um país, inclusive regulamentações referentes a salários mínimos, direitos de associação, leis que inibem demissões, requisitos de desligamento e restrições regulatórias mensuráveis sobre contratações e horas trabalhadas, além da taxa de participação da força de trabalho e da produtividade do trabalho como uma medida indicativa das oportunidades de emprego no mercado de trabalho. A pontuação baseia-se em nove subfatores igualmente ponderados: salário-mínimo, direito de associação, férias anuais remuneradas, período de aviso prévio para demissão por redundância, pagamento de indenização por demissão, produtividade da mão de obra, taxa de participação na força de trabalho, restrições sobre horas extras e demissão por causa permitida por lei. A capacidade dos indivíduos de encontrar oportunidades de emprego e trabalho é essencial para o avanço da liberdade econômica. Da mesma forma, a capacidade das empresas de contratarem livremente mão-de-obra e de despedirem trabalhadores quando já não são necessários é essencial para alcançar uma maior produtividade e um crescimento econômico sustentado. A intervenção estatal gera no mercado de trabalho os mesmos problemas que produz em qualquer outro mercado. Regulamentações rígidas impedem empregadores e trabalhadores de negociarem livremente alterações nos termos e condições de trabalho, e o resultado é muitas vezes um desfasamento crônico entre a oferta e a procura de trabalho. Em muitos países, os sindicatos desempenham um papel importante na regulação da liberdade trabalhista e, dependendo da natureza da sua atividade, podem ser uma força para uma maior liberdade ou um obstáculo ao funcionamento eficiente dos mercados de trabalho.
	<u>Liberdade Monetária:</u> Combina uma medida de inflação com uma avaliação de várias atividades governamentais que distorcem os preços. A estabilidade de preços sem intervenção microeconômica é o estado ideal para o mercado livre. A pontuação é baseada em dois subfatores: a taxa média ponderada de inflação dos três anos mais recentes e um julgamento qualitativo sobre a extensão da manipulação dos preços pelo governo por meio de controles diretos ou subsídios. A liberdade monetária requer uma moeda estável e preços determinados pelo mercado. Quer atuem como empresários ou como consumidores, as pessoas economicamente livres necessitam de uma moeda estável e fiável como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. O valor da moeda de um país pode ser significativamente influenciado pela política monetária do seu governo. Uma política monetária que procure combater a inflação, manter a estabilidade dos preços e preservar a riqueza da nação permite que as pessoas dependam dos preços de mercado num futuro próximo. Eles podem investir, poupar e fazer outros planos de longo prazo com mais confiança. Uma política inflacionista, pelo contrário, funciona como um imposto invisível para confiscar a riqueza e distorcer os preços, afetar mal os recursos e aumentar os custos de fazer negócios.

Abertura do Mercado	<u>Liberdade de Comércio:</u> É uma medida composta da extensão das barreiras tarifárias e não tarifárias que afetam as importações e exportações de bens e serviços. A pontuação de liberdade de comércio é baseada em dois dados: a taxa tarifária média ponderada pelo comércio e uma avaliação qualitativa das barreiras não tarifárias (BNTs). Os impedimentos ao comércio incluem tarifas, impostos de exportação, quotas comerciais, proibições comerciais definitivas e barreiras não tarifárias relacionadas com vários licenciamentos, estabelecimento de normas e outras ações regulamentares. Dado o desenvolvimento das cadeias de abastecimento globais e dos processos de produção transfronteiriços, as empresas valorizam cada vez mais a estabilidade na política comercial. As ações governamentais que criam incerteza sobre as condições comerciais futuras podem, portanto, ter um efeito negativo na liberdade comercial que vai além do seu efeito econômico imediato. O grau em que o governo impede o livre fluxo do comércio externo tem uma influência direta na capacidade dos indivíduos de prosseguirem os seus objetivos econômicos e maximizarem a sua produtividade e bem-estar. As tarifas, por exemplo, aumentam os preços que os consumidores locais pagam pelas importações estrangeiras, mas também distorcem os incentivos à produção para os produtores locais, levando-os a produzir um bem no qual não possuem uma vantagem comparativa ou mais de um bem protegido do que é economicamente ideal. Isto prejudica a eficiência econômica e o crescimento globais.
	<u>Liberdade de investimento:</u> Em um país economicamente livre, não haveria restrições ao fluxo de capital de investimento. Indivíduos e empresas poderiam movimentar seus recursos para dentro e para fora de atividades específicas, tanto internamente quanto além das fronteiras do país, sem restrições. Um país ideal como esse receberia uma pontuação de 100 no componente de liberdade de investimento do Índice. Na prática, entretanto, a maioria dos países impõe uma variedade de restrições ao investimento. Alguns têm regras diferentes para investimentos estrangeiros e nacionais. Uns restringem o acesso a moeda estrangeira. Outros impõem restrições a pagamentos, transferências e transações de capital. Em alguns países, determinados setores estão fechados ao investimento estrangeiro. A subcategoria avalia uma variedade de restrições regulatórias que normalmente são impostas ao investimento. Um ambiente de investimento livre e aberto proporciona mais oportunidades empresariais e incentivos para a expansão da atividade econômica, maior produtividade e criação de emprego do que qualquer outro. Os benefícios de tal ambiente fluem não apenas para as empresas individuais que assumem o risco empresarial na expectativa de um maior retorno, mas também para a sociedade como um todo. Um quadro de investimento eficaz é caracterizado pela transparência e pela equidade, apoiando todos os tipos de empresas, em vez de apenas empresas grandes ou estrategicamente importantes, e incentiva, em vez de desencorajar, a inovação e a concorrência. A ação estatal para redirecionar o fluxo de capitais e limitar a escolha restringe tanto a liberdade do investidor como a liberdade da pessoa que procura capital. Quanto maior for o número de restrições que um país impõe ao investimento, menor será o seu nível de atividade empresarial.
	<u>Liberdade Financeira:</u> É um indicador de eficiência bancária e uma medida de independência do controle e da interferência do governo no setor financeiro. A propriedade estatal de bancos e outras instituições financeiras, como seguradoras e mercados de capital, reduz a concorrência e, em geral, diminui o nível de acesso ao crédito. Em um ambiente bancário e financeiro ideal, caracterizado por um nível mínimo de interferência do governo, a supervisão e a regulamentação das instituições financeiras por um banco central independente limitam-se a fazer cumprir as obrigações contratuais e a evitar fraudes; o crédito é alocado em termos de mercado; o governo não é proprietário de instituições financeiras; as instituições financeiras oferecem vários tipos de serviços financeiros a pessoas físicas e jurídicas; os bancos são livres para conceder crédito, aceitar depósitos e realizar operações em moedas estrangeiras; e as instituições financeiras estrangeiras operam livremente e são tratadas da mesma forma que as instituições nacionais. Para avaliar o nível geral de liberdade financeira que garante acesso fácil e eficaz a oportunidades de financiamento para pessoas e empresas na economia de um país, o índice leva em conta cinco áreas amplas: a extensão da regulamentação governamental dos serviços financeiros, o grau de intervenção do Estado em bancos e outras empresas financeiras por meio de propriedade direta e indireta, a influência do governo na alocação de crédito, o grau de desenvolvimento do mercado financeiro e de capital; e a abertura à concorrência estrangeira.

Figura 15 - Pilares e Subcategorias do Índice de Liberdade Econômica

Fonte: Elaborado com base em *The Heritage Foundation* (2024a, 2024b).

De acordo com a fundação Heritage cada uma das doze subcategorias do ILE é classificada numa escala de 0 a 100, de tal modo que a pontuação global de um país é obtida por meio da média destas doze subcategorias, sendo atribuído peso igual a cada uma. Quanto maior o valor, maior é a liberdade. A fundação define a classificação dos valores de liberdade econômica como: (i) 80-100 livre; (ii) 70-70,9 praticamente livre; (iii) 60-69,9 moderadamente livre; (iv) 50-59,9 quase não livre; (v) 0-49,9 reprimida (*The Heritage Foundation*, 2024c). Esse índice é uma ferramenta útil para analisar diferentes economias em todo o mundo. O perfil gerado para cada país é um recurso que pode ser empregado para realizar uma análise aprofundada de sua evolução política e econômica, bem como para comparações entre economias (*The Heritage Foundation*, 2024a).

Alguns dos aspectos da liberdade econômica que são avaliados pelo ILE estão relacionados às interações de um país com o resto do mundo, mas a maioria, concentra-se nas políticas internas de cada um, avaliando a liberdade dos indivíduos de usar seu trabalho ou suas finanças sem restrições indevidas e interferência do governo (*The Heritage Foundation*, 2024b). Essas peculiaridades do índice permitiram a sua utilização em vários estudos que exploram diferentes vertentes de pesquisa, como demonstrado na **Figura 16**.

Observa-se que estes estudos constataram que países com liberdade financeira, liberdade econômica e a regulamentação resultam em benefícios para os bancos, enquanto corrupção e falta de transparência gera efeitos negativos; que a recuperação econômica pós-crise também está negativamente associada à liberdade econômica, sendo este efeito explicado por diferenças na eficiência e liberdade regulatórias, especialmente nas áreas comercial e monetária; e finalmente, destacaram que a liberdade econômica, o crescimento inclusivo e o estoque de capital são fundamentais para o desenvolvimento financeiro de países, com a proteção dos direitos de propriedade, os gastos governamentais e as liberdades financeira e monetária contribuindo positivamente para o crescimento econômico dos mesmos. Assim, eles ressaltaram a importância de considerar o ILE e suas subcategorias na investigação de contextos de diferentes países, como proposto nesta pesquisa.

Autores	Detalhes da Pesquisa
Chortareas et al. (2013)	Investigaram a dinâmica entre as contrapartidas de liberdade financeira do ILE e os níveis de eficiência bancária, a partir de informações de bancos comerciais que operaram nos 27 estados membros da União Europeia durante a década de 2000, observaram que quanto maior o grau de liberdade financeira de uma economia, maiores serão os benefícios para os bancos em termos de vantagens de custos e eficiência global; e que os efeitos da liberdade financeira na eficiência bancária tendem a ser mais pronunciados em países com sistemas políticos mais livres, nos quais os governos formulam e implementam políticas sólidas e uma governação de maior qualidade.
Lin et al. (2016)	Consideraram doze economias asiáticas em desenvolvimento e analisaram o efeito das mudanças na propriedade dos bancos sobre a eficiência de custos no período de 2003 a 2012, e como a liberdade financeira molda o efeito das mudanças na propriedade dos bancos sobre a eficiência de custos. Assim, como Chortareas et al. (2013), eles observaram benefícios do maior grau de liberdade financeira sobre a eficiência bancária; a presença estrangeira tende a aumentar a eficiência bancária, principalmente em países com maior liberdade financeira, e nestes países o aumento da propriedade do banco pelo governo após a crise financeira também tende a melhorar a eficiência.
Bjørnskov (2016)	Explorou a associação politicamente contestada entre o grau de capitalismo, capturado por medidas de liberdade econômica, e o risco e as características das crises econômicas. Os resultados mostram que nem a liberdade econômica geral, nem nenhum dos quatro pilares que constituem a pontuação geral estão associados de forma robusta ao risco de crise. A duração da crise também não apresentou relação com a liberdade econômica. Por outro lado, o tamanho da contração econômica durante a crise, medido pelo índice de pico a pico do PIB real per capita, está fortemente associado de forma negativa à liberdade econômica inicial. O tempo de recuperação para o PIB pré-crise também está negativamente associado à liberdade econômica, uma vez que a velocidade de recuperação do pico da crise não difere entre os níveis de liberdade econômica. Esses dois efeitos robustos se devem a diferenças na eficiência e liberdade regulatórias. Dessa forma, os efeitos sistemáticos surgem de diferenças na liberdade comercial e monetária, e não de diferenças nos gastos do governo, no estado de direito ou nas regulamentações do mercado de produtos.
Asteriou et al. (2021)	Examinaram o efeito da corrupção, da liberdade econômica, da regulamentação bancária e da transparência na rentabilidade e na estabilidade bancária, utilizando uma amostra de 326 bancos dos 19 países da zona euro durante o período 2005-2018. Concluíram que a corrupção e a transparência têm um efeito negativo na rentabilidade e na estabilidade bancária, enquanto a liberdade econômica tem efeito positivo. A regulação afeta positivamente a rentabilidade dos bancos e os seus efeitos precisos sobre a estabilidade dependem da natureza da regulação.
Yang et al. (2023)	Adotaram dados em painel de 72 países classificados como menos desenvolvidos financeiramente entre 2009 e 2017 para examinar a função da liberdade econômica e do crescimento inclusivo no desenvolvimento financeiro. As análises indicaram que a liberdade econômica, o crescimento inclusivo e o estoque de capital contribuem significativamente para o desenvolvimento financeiro de forma positiva. Além disso, o crescimento inclusivo contribui positivamente para o desenvolvimento financeiro geral ao aumentar a liberdade econômica. Em contrapartida, a proteção dos direitos de propriedade, os gastos do governo, a liberdade monetária e a liberdade financeira são fatores positivos e significativos do crescimento econômico.

Figura 16 - Pesquisas que Analisaram o Índice de Liberdade Econômica

O crescimento econômico gerado por um ambiente com liberdade econômica pode ser associado diretamente ao valor das empresas. O contexto oferecido determina o grau de dificuldade que as empresas enfrentaram para se estabelecer e funcionar observando os direitos e deveres presentes no ambiente de negócios que ela opera. Se o espaço permite inovação,

oportuniza investimentos e meios de crescimento, as empresas tendem a criar valor, mas se ele é repleto de obstáculos que minimizam essas oportunidades, como normas extremamente rígidas, alta tributação e outros entraves governamentais, seu desempenho pode ser prejudicado, em vista disso seu MVA®.

Outrossim, além do nível de liberdade econômica, para entender como as peculiaridades de um país afetam de modo completo o MVA® das empresas nele presente, as questões da cultura nacional devem ser incorporadas na análise. Elas permitem compreender como valores e normas culturais, concentrados em dimensões culturais, impactam o comportamental empresarial e as decisões de gestão. À vista disso, a subseção que segue apresenta e discute as dimensões culturais de Hofstede.

2.5.2.6 Dimensões Culturais

Na era contemporânea de intensa globalização e conectividade tecnológica, as culturas em todo o mundo estão fortemente interconectadas, o que facilita a troca de ideias, crenças e valores entre diversas sociedades (Lajnef & Ellouz, 2024). Porém, à medida que as organizações globais se tornaram cada vez mais diversificadas, compreender e gerir as diferenças culturais tornou-se uma competência crítica para os gestores (*The Culture Factor Group*, 2024). E, nesse contexto, a teoria pioneira da dimensão cultural de Geert Hofstede fornece uma estrutura robusta para mensurar e avaliar essas diferenças culturais.

De acordo com o *The Culture Factor Group* (2024a), antes designado como *Hofstede Insights*, o professor Geert Hofstede (1928-2020) é reconhecido internacionalmente por ter desenvolvido o primeiro modelo empírico de “dimensões” da cultura nacional, estabelecendo um novo paradigma para ter em conta os elementos culturais na economia, comunicação e cooperação internacionais. Ele se tornou o fundador da investigação intercultural comparativa com a publicação do livro *Culture's Consequences* em 1980. O seu modelo oportuniza a compreensão da cultura de um país com base em seus valores culturais e fornece uma estrutura útil para entender como as diferenças culturais podem afetar as negociações comerciais.

Hofstede (2011, p. 3) define a Cultura como a “programação coletiva da mente que distingue os membros de um grupo ou categoria de pessoas de outros”, e inda que seja sempre um fenômeno coletivo, pode estar ligado a diferentes coletivos, pois dentro de cada um existe uma

variedade de indivíduos. Assim, questões culturais dos agentes de uma empresa, representam a sua cultura organizacional; enquanto as questões culturais do ambiente em que ela está inserida, configuram a cultura nacional, que, por sua vez, caracteriza a cultura abrangente que existe dentro de um país. E, uma dimensão é um aspecto de uma cultura que pode ser medido em relação a outras culturas (Hofstede, 2011). O Modelo 6-D © contempla seis dimensões de cultura nacional que se caracterizam e são interpretadas conforme evidenciado na **Figura 17**.

Dimensão	Descrição
Distância do Poder (PD)	Relativa às diferentes soluções para o problema básico da desigualdade humana. É definida como a medida em que os membros desigual. Expressa a atitude da cultura em relação a desigualdades entre o “nós”.
Prevenção/Aversão da Incerteza (UAI)	Relacionada ao nível de estresse em uma sociedade diante de um futuro desconhecido. Essa dimensão expressa o grau em que os membros de uma sociedade se sentem desconfortáveis com a incerteza e a ambiguidade. A questão fundamental é como uma sociedade lida com o fato de que o futuro nunca poderá ser conhecido: deve-se tentar controlar o futuro ou simplesmente deixá-lo acontecer? Esta ambiguidade traz consigo ansiedade e diferentes culturas aprenderam a lidar com esta ansiedade de diferentes maneiras. A medida em que os membros de uma cultura se sentem ameaçados por situações ambíguas ou desconhecidas e criaram crenças e instituições que tentam evitá-las é refletida na pontuação de Prevenção da Incerteza.
Individualismo (INDIV)	Individualismo versus coletivismo, relacionado à integração de indivíduos em grupos primários. O lado superior desta dimensão, denominado Individualismo, pode ser definido como uma preferência por uma estrutura social frouxa, na qual se espera que os indivíduos cuidem apenas de si próprios e das suas famílias imediatas. A questão fundamental abordada por esta dimensão é o grau de interdependência que uma sociedade mantém entre os seus membros. Tem a ver com a definição da autoimagem das pessoas em termos de “eu” ou “nós”. Nas sociedades individualistas, as pessoas devem cuidar apenas de si mesmas e da sua família direta. Nas sociedades coletivistas as pessoas pertencem a “grupos” que cuidam delas em troca de lealdade.
Motivação para a Realização e o Sucesso (MAS)	<i>The Culture Factor Group</i> alterou o seu nome, antes essa dimensão era conhecida como Masculinidade versus Feminilidade, relacionada à divisão de papéis emocionais entre homens e mulheres. O lado Masculinidade desta dimensão representa uma preferência na sociedade por realizações, heroísmo, assertividade e recompensas materiais pelo sucesso. A sociedade em geral seria mais competitiva. O seu oposto, a Feminilidade, representa uma preferência pela cooperação, modéstia, cuidado com os fracos e qualidade de vida. A sociedade em geral seria mais orientada para o consenso. Uma pontuação elevada (Decisiva) nesta dimensão indica que a sociedade será movida pela competição, realização e sucesso, sendo o sucesso definido pelo vencedor/melhor na área - um sistema de valores que começa na escola e continua ao longo da vida organizacional. Uma pontuação baixa (orientada para o consenso) na dimensão significa que os valores dominantes na sociedade são o cuidado com os outros e a qualidade de vida. Uma sociedade orientada para o Consenso é aquela onde a qualidade de vida é sinal de sucesso e destacar-se na multidão não é admirável. A questão fundamental aqui é o que motiva as pessoas, querer ser o melhor (Decisivo) ou gostar do que faz (Orientado para o Consenso).

Orientação de Longo Prazo (LTO)	Orientação de longo prazo versus orientação de curto prazo, relacionada à escolha do foco dos esforços das pessoas: o futuro ou o presente e o passado. Cada sociedade tem de manter algumas ligações com o seu próprio passado, ao mesmo tempo que lida com os desafios do presente e do futuro. As sociedades priorizam esses dois objetivos existenciais de maneira diferente. As sociedades com uma pontuação baixa nesta dimensão, por exemplo, preferem manter tradições e normas consagradas pelo tempo, ao mesmo tempo que encaram as mudanças sociais com suspeita. Aqueles com uma cultura com pontuações elevadas, por outro lado, adotam uma abordagem mais pragmática: incentivam a parcimônia e os esforços na educação moderna como forma de se prepararem para o futuro.
Indulgência (IVR)	Indulgência <i>versus</i> Restrição, relativa à gratificação <i>versus</i> controle dos desejos humanos básicos em relação ao aproveitamento da vida e a diversão. Esta dimensão é definida como até que ponto as pessoas tentam controlar os seus desejos e impulsos, com base na forma como foram criadas. O controle relativamente fraco é chamado de “Indulgência” e o controle relativamente forte é chamado de “Restrição”. As culturas podem, portanto, ser descritas como indulgentes ou contidas.

Figura 17 - Dimensões da Cultura Nacional

Fonte: Hofstede (2010), Hofstede (2011), *The Culture Factor Group* (2024a).

O valor de cada dimensão é determinado por uma escala que varia de 0 a 100, sendo 50 o nível médio. A regra geral é que se uma pontuação for inferior a 50, a cultura representada pela dimensão terá uma pontuação relativamente baixa nessa escala, e se alguma pontuação for superior a 50, a cultura terá uma pontuação alta, como por exemplo, no caso da dimensão do Individualismo – valores abaixo de 50 caracteriza o país como “Coletivista”, e acima de 50 o considera “Individualista” (*The Culture Factor Group*, 2024a).

Cada país foi posicionado em relação a outros países através de uma pontuação em cada dimensão. As dimensões são estatisticamente distintas e ocorrem em todas as combinações possíveis, embora algumas combinações sejam mais frequentes que outras (Hofstede, 2011). As pontuações são atualizadas no site do *The Culture Factor Group* (2024b) quando elas são publicadas em revistas científicas ou quando derivam de estudos ou projetos comerciais realizados pela instituição em países que não são cobertos em divulgações científicas. A última atualização foi realizada em 16 de outubro de 2023 e os dados da base tem como fonte os trabalhos de Hofstede (1984, 1991, 2010), Minkov et al. (2017), Almutairi et al. (2020), e Minkov e Kaasa (2022).

Destaca-se que a cultura não implica que todos em uma determinada sociedade sejam programados da mesma forma; as diferenças entre os valores dos indivíduos em um país tendem a ser maiores do que as diferenças de valores entre os países (*The Culture Factor Group*,

2024b). Apesar disso, a instituição responsável por esses fatores, informa que ainda pode-se usar essas pontuações de países com base na lei dos grandes números e no fato de que a maioria dos indivíduos é fortemente influenciada pelo controle social. As declarações sobre os países são generalizações e devem ser interpretadas em relação a outros países, pois a pontuação de um país só é significativa por comparação.

Consoante a isso, pesquisas se propuseram a investigar os efeitos dessas dimensões em diferentes contextos. Ferreira et al. (2014) realizaram um estudo bibliométrico dos artigos publicados em oito periódicos internacionais de maior reputação, que citam o trabalho de Hofstede, durante um período de trinta anos. Em uma amostra de 655 artigos, as análises permitiram entender as ligações entre autores, teorias e ideias; uma análise longitudinal de citações e dos temas investigados permitiram observar e compreender quanto e como Hofstede – e a cultura – impactam a investigação em negócios internacionais e como o foco da investigação tem se alterado ao longo do tempo. Os referidos autores, notaram que a ênfase da pesquisa se moveu de preocupações metodológicas para a explicação e contextualização de por que as empresas fazem as escolhas que fazem e como as operações devem ser geridas.

Logo, as características culturais influenciam diretamente o funcionamento, a gestão e o desempenho de uma empresa. Após a citada pesquisa Ferreira et al. (2014), as dimensões culturais de Hofstede continuaram a ser investigadas e novas abordagens foram empregadas, como evidencia as informações da **Figura 18**. As análises dos estudos apresentados revelaram que as dimensões culturais influenciam significativamente diferentes aspectos corporativos: previsão de dificuldades financeira, RSC, relevância da informação contábil, risco das empresas e decisões de estrutura de capital; e aspectos dos mercados financeiros. Destacando assim, a importância de considerar as dimensões culturais de Hofstede em pesquisas da área de Finanças para obter uma compreensão mais completa e contextualizada do comportamento empresarial e dos mercados.

Autores	Detalhes da Pesquisa
Laitinen e Suvas (2016)	Investigaram a influência das dimensões culturais na previsão de dificuldades financeiras em 26 países europeus. Os resultados demonstraram que as dimensões de Hofstede moderam significativamente os efeitos de muitos preditores financeiros na previsão de falhas. Contudo, o indicador de patrimônio líquido (solvência) e o indicador de retorno sobre ativos (lucratividade) desempenham papéis centrais nos modelos de previsão, independentemente dos efeitos moderadores, de tal modo que se configuraram. Como preditores úteis de dificuldades financeiras na modelagem internacional. Devido à função dominante do indicador de patrimônio líquido em todas as culturas, as contribuições dos efeitos moderadores e de outras variáveis sobre o desempenho geral dos modelos de previsão não foram fortes.

Vollero et al. (2019)	Por meio das lentes das dimensões culturais, buscaram comparar a comunicação exibida em sites corporativos das principais organizações sustentáveis no âmbito da Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Os resultados mostraram que as dimensões culturais de Hofstede e a comunicação de RSC online pertencem a diferentes níveis de análise: uma é inata e difusiva, enquanto a outra é intencional e racional. Diferentemente dos estudos existentes sobre dimensões culturais, os resultados sugerem que as dimensões culturais são fatores que devem ser analisados como aspectos sociais, enquanto a comunicação de RSC online deve, em vez disso, ser explorada como característica estratégica.
Batistella et al. (2020)	Consideraram os países pertencentes ao BRIC, e analisaram o efeito da cultura na RSC em uma amostra que correspondeu a 397 empresas do Brasil, Rússia, Índia e China. Os resultados apontaram que as dimensões culturais de Individualismo, Distância do Poder, Indulgência e Orientação à Longo Prazo não foram estatisticamente significativas. Enquanto, o indicador de Masculinidade se mostrou negativamente significativo, demonstrando que em países com culturas masculinas as empresas apresentam menor desempenho em RSC. E a dimensão Aversão à Incerteza, se mostrou positivamente relacionada, indicando que empresas localizadas em países com maior aversão à incerteza, possuem maior propensão de envolvimento com RSC.
Battistella et al. (2021)	Pesquisaram a influência das diferenças culturais na relevância da informação contábil. A amostra compreendeu 15.902 empresas listadas nos 30 países com maior PIB, no período de 2015 a 2017. Constataram que a relevância da informação contábil é mais acentuada em firmas localizadas em países com características culturais de maior distância do poder, mais coletivistas, com menor aversão à incerteza, maior feminilidade e maior complacência. Por sua vez, a dimensão cultural de orientação de longo prazo não apresentou resultados consistentes. Concluíram que as dimensões culturais dos países interferem na atribuição da relevância concedida pelo mercado de capitais à informação contábil produzida pelas empresas.
Alipour e Yaprak (2022)	Examinaram o efeito da dimensão da cultura nacional (IVR) de indulgência versus restrição no comportamento de assunção de riscos das empresas. As conclusões de um estudo realizado em 37 países mostram que a elevada indulgência aumenta o comportamento de assunção de riscos das empresas e que a escassez de recursos e as oportunidades de crescimento intensificam este efeito causal.
Rashid et al. (2023)	Avaliaram se as dimensões culturais têm uma influência significativa nas decisões sobre a estrutura de capital, especialmente nas economias islâmicas onde valores pessoais, sociais e éticos únicos estão intimamente integrados com a cultura. Utilizando um painel de 342 empresas da Malásia, Arábia Saudita e Paquistão para o período de 2013 a 2017, observaram que normalmente, os determinantes da dívida não diferem significativamente entre os três países. Mas, quando testadas juntamente com dimensões culturais, as empresas islâmicas de países com (a) pontuações mais elevadas de distância do poder, (b) níveis mais elevados de individualismo, (c) pontuações mais elevadas de masculinidade e (d) graus mais baixos de evitação da incerteza exibem uma preferência para dívida de longo prazo. Esta conclusão diverge da literatura existente sobre empresas não islâmicas.
Lajnef e Ellouz (2024)	Avaliaram o efeito de diversas dimensões culturais no desempenho da RSC antes e durante a crise da Covid-19. A partir de 36.295 observações anuais de 2.135 empresas que operam em países de direito civil, constataram que os investimentos em RSC têm um efeito positivo no desempenho das empresas, tanto antes como depois da crise da Covid-19; além disso as dimensões culturais desempenham um papel moderador na relação RSC-desempenho da empresa.

Figura 18 - Pesquisas que Analisaram as Dimensões da Cultura Nacional

Em suma, a heterogeneidade dos países membros que compõem o G20, suas particularidades e possíveis interconexões entre os diversos fatores que direcionam o MVA® de suas empresas, revelam a complexidade da sua avaliação e a importância de se estabelecer uma abordagem holística, que abarque além dos elementos direcionadores do MVA® no âmbito econômico-

financeiro das empresas e os eventos econômicos e geopolíticos que o impactam, a dinâmica das características institucionais que cercam e tornam cada país único.

2.5.3 Explorando a Dinâmica das Características Institucionais do G20

Considerando as discussões realizadas nas subseções anteriores, que apresentaram e fundamentaram as características institucionais dos países (como nível do mercado, adoção de normas internacionais de contabilidade, fatores culturais, indicadores de governança, sistema legal e indicadores de liberdade econômica), evidencia-se a importância de integrar essas características nas análises a fim de alcançar uma compreensão mais aprofundada das empresas e do ambiente em que operam. Entende-se que essas características afetam o valor corporativo das empresas de diferentes economias.

Portanto, para “*verificar características institucionais associadas ao MVA® de acordo com os diferentes países membros do G20*” uma análise exploratória se faz necessária. Essa técnica não exige uma hipótese estatística formal, mas permite identificar, explicar evidências, os padrões, relações e comportamentos dos elementos e dos contextos analisados via estatística descritiva e análise dos dados.

Utilizando a análise exploratória, busca-se se traçar o perfil institucional dos países membros do G20, identificando suas características em relação ao mercado, gestão, autoridade, sistema legal, economia e cultura nacional. O objetivo é estabelecer uma visão geral de cada país e, a partir dessas particularidades, elucidar os resultados apresentados por suas empresas nos modelos que investigam “*como o MVA® de empresas do G20 foi afetado em períodos de crises*”.

Cada país está inserido em um ambiente moldado por diversos fatores, e as circunstâncias variadas podem produzir resultados tanto semelhantes quanto divergentes em relação ao fenômeno investigado. Em razão disso, neste tópico, não se propõe uma hipótese de pesquisa específica sobre o comportamento dessas variáveis institucionais dos países do G20. Dessarte, busca-se compreender como elas se associam com o valor corporativo das empresas e seus direcionadores, de modo a explicar e aprofundar as evidências detectadas na pesquisa.

Afinal, investigar a dinâmica das características institucionais dos países do G20 permite entender as interrelações entre indicadores econômico-financeiros, setores econômicos, contexto de crises e particularidades nacionais. Isso demonstra a importância de uma perspectiva ampla para avaliar de forma precisa o valor corporativo das empresas, considerando a diversidade que influencia a sua operação e continuidade. Essa abordagem exploratória não contribui apenas para detalhar os achados e torná-los mais robustos, mas também fornece uma base sólida para pesquisas futuras que tenham como propósito descrever e explicar a relação entre as variáveis institucionais e a performance empresarial

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Delineamento da Pesquisa

Considerando as tipologias de pesquisa definidas por Gerhardt e Silveira (2009) e Beuren et al. (2012), o estudo apresentado nesta Tese se caracteriza, quanto aos objetivos, como pesquisa descritiva; quanto aos procedimentos ou estratégias, como pesquisa documental e *ex-post-facto*; e quanto à abordagem do problema, como pesquisa quantitativa.

A pesquisa descritiva envolve o detalhamento de particularidades de uma determinada população, amostra ou fenômeno, bem como a definição de relações entre variáveis ou *proxies* por meio de técnicas de coleta de dados padronizados (Gil, 2002). Por sua vez, a pesquisa documental explora fontes mais dispersas e diversificadas e que não dispõem de tratamento analítico (Gerhardt & Silveira, 2009; Martins & Theóphilo, 2016). A “pesquisa *ex-post-facto* tem por objetivo investigar possíveis relações de causa e efeito entre um determinado fato identificado pelo pesquisador e um fenômeno que ocorre posteriormente” (Gerhardt & Silveira, 2009, p. 38). E sua característica central está no fato de os dados ou as informações serem coletados após o evento ocorrer.

Já a pesquisa quantitativa se caracteriza pela possibilidade de mensuração e quantificação dos dados. Por meio de filtragem, organização e tabulação, os dados e evidências são preparados e expostos a técnicas, testes, métodos e análises estatísticas (Martins & Theóphilo, 2016). Assim, dado que objetivo desta Tese é analisar o MVA® de empresas do G20 entre os anos de 2010 a 2023, considerando o contexto das crises recentes (Pandemia de Covid-19 e Invasão da Rússia à Ucrânia), ela caracteriza-se como:

- (i) descritiva, pois descreve e analisa as características das empresas e dos países do G20, bem como o comportamento dos direcionadores de valor em relação ao MVA® e a associação com as particularidades institucionais de cada país;
- (ii) documental e *ex-post-facto*, porque emprega dados históricos, registros financeiros, base de dados, e informações secundárias divulgadas pelas empresas, os mercados de capitais e os países investigados para analisar eventos passados e sua influência no MVA®; e

(iii) quantitativa, visto que emprega ferramentas e análises estatísticas para coleta, organização e análise dos dados, tais como estatística descritiva, correlação e modelos de análise de regressão com dados em painel. A análise descritiva oferece um panorama geral dos dados, identifica as principais características da amostra analisada por meio de medidas de tendência, posição e dispersão. Já a análise de correlação revela indícios do comportamento das variáveis nos modelos, pois informa se existe associação entre as variáveis, o seu grau e a direção. No caso desta pesquisa, apresentam-se estatísticas descritivas e correlações sobre o MVA®, suas variáveis direcionadoras e as características institucionais dos países do G20. Enfim, o modelo regressão com dados em painel permite modelar distinções de comportamento entre indivíduos, e assim examinar a influência das variáveis no MVA® das empresas a fim de informar como ocorre esse efeito ao longo do tempo e entre elas, bem como para diferentes países.

3.2 Seleção da Amostra, Período e Coleta de dados

A população alvo da pesquisa abarcou as empresas listadas nas bolsas de valores dos países membros do G20 – África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia – que representam em perspectiva mundial cerca de 85% do Produto Interno Bruto (PIB), mais de 75% do comércio e cerca de dois terços da população (G20 Brasil 2024, 2024).

Para constituição da amostra inicial identificou-se as empresas participantes dos mercados financeiros dos países do G20 com dados disponíveis na plataforma *Refinitiv® Eikon*, o que totalizou 25.188 empresas, como apresentado na **Tabela 1** que evidencia todas as etapas do processo de amostragem. Àquelas com dados desatualizados no ano de 2023 foram excluídas da amostra, assim como àquelas com patrimônio líquido negativo, e as que não apresentavam dados suficientes para cálculo de todas as variáveis consideradas direcionadoras do valor corporativo, o que totalizou a exclusão de 6.409 empresas. Assim, a amostra final compreendeu um total de 18.779 empresas.

Tabela 1- Etapas do processo de amostragem

Amostra	Número de empresas
<i>Empresas do G20 com dados disponíveis na Plataforma Refinitiv® Eikon</i>	25.188
(-) Empresas com dados desatualizados em 2023; empresas com Patrimônio Líquido Negativo; e empresas sem dados para cálculo de todas as variáveis direcionadoras de valor	(6.409)
<i>(=) Empresas com dados para cálculo de todas as variáveis direcionadoras de valor</i>	18.779
<i>(=) Empresas com dados para cálculo de todas as variáveis direcionadoras de valor por País</i>	
África do Sul	101
Alemanha	493
Arábia Saudita	238
Argentina	46
Austrália	1.547
Brasil	125
Canadá	1.046
China	5.699
Coréia do sul	2.069
EUA	3.333
França	449
Índia	157
Indonésia	639
Itália	308
Japão	1.145
México	98
Reino Unido	876
Rússia	100
Turquia	310
<i>(=) Amostra Final</i>	18.779

A partir das informações sobre as empresas com dados para cálculo de todas as variáveis direcionadoras de valor por país observa-se que China (5.699 empresas), Estados Unidos (3.333 empresas) e Coréia do Sul (2.069 empresas) foram os países que se destacaram em quantidade de empresas presentes na amostra final. Por outro lado, Argentina (46 empresas), México (98 empresas) e África do Sul (101) foram os países que apresentaram o menor número de empresas na amostra.

A coleta dos dados de mercado e os econômico-financeiros ocorreu na plataforma *Refinitiv® Eikon* referente ao período compreendido entre os anos de 2010 e 2023. Iniciar o período em 2010 permitiu que os efeitos da crise financeira de 2008 que provocou uma forte recessão na economia global estivessem incorporados ao valor das empresas; finalizá-lo em 2023 possibilitou abranger 2020, o ano de desenvolvimento da crise sistêmica advinda da crise sanitária de Covid-19, e 2022, o ano de progressão dos conflitos provenientes da Invasão da Rússia à Ucrânia.

3.3 Variáveis do Estudo

Para captar os efeitos das crises recentes de Pandemia (Covid) e da Invasão da Rússia à Ucrânia (UKR) adotou-se *dummies* para representar os anos de seus desdobramentos. As informações econômico-financeiras coletadas foram empregadas no cálculo das variáveis identificadas na revisão de literatura deste estudo e que constituem os principais direcionadores tradicionais do valor corporativo das empresas (MVA®): lucratividade (LUC), endividamento (END), risco (RISC) e tamanho (TAM).

Salienta-se, que apesar da variedade de direcionadores de valor identificados no capítulo de revisão de literatura desta pesquisa, os quais boa parte constam na **Figura 3** - Síntese de Pesquisas sobre o MVA® e seus Direcionadores Tradicionais ou Econômicos, tal como Hall (2024) limitou-se as variáveis independentes, a fim de reduzir o risco da superespecificação dos modelos e a necessidade de reverter para uma análise de regressão *stepwise* inversa para reduzir as variáveis. Portanto, as variáveis empregadas na presente pesquisa baseiam-se nos resultados de estudos anteriores conforme destacado na **Figura 19**, que apresenta a operacionalização dessas variáveis, o sinal esperado e a fonte dos constructos e das informações utilizadas.

Além disso, para investigar a influência dos setores no valor corporativo das empresas adotou-se a classificação setorial estabelecida na plataforma *Refinitiv® Eikon*: Comunicações (COMU), Bens de Consumo Cíclico (BCC), Bens de Consumo Não Cíclico (BCNC), Financeiro (FIN); Saúde (SAUD), Tecnologia da Informação (TI), Bens Industriais (BI), Materiais Básicos (MATB), Energia (ENE), Utilidade Pública (UTI) e Imobiliário (IMOB).

Por fim, para verificar as características institucionais que influenciam o MVA® de empresas de acordo com o país do G20, observou-se os aspectos institucionais relativos ao Nível de

Mercado; adoção ou não das normas IFRS; o Sistema Legal seguido; o Índice de Liberdade Econômica (ILE); o *Worldwide Governance Indicators* (WGI); e as Dimensões da Cultura Nacional.

Variável	Operacionalização	Sinal esperado	Fonte dos Constructos/Dados
MVA®	$\ln(\text{Valor de Mercado} - PL)$	Não se aplica	Wet (2005); Kumar (2013); Altaf (2016); Hall (2016, 2018); Tripathi et al. (2017); Santos et al. (2021).
LUC	$\frac{EBIT}{Ativo\ Total}$	+ / -	Ramadan (2016); Hall (2018); Kaczmarek et al. (2021); Mulyaningsih et al. (2021); Wulandari e Patrisia (2021); Avelar et al. (2022), Cardillo et al. (2023); Al-Omari et al. (2024).
RISC	$\frac{Cov(Retorno_{Ativo}, Retorno_{mercado})}{Var(Retorno_{mercado})}$	-	Pandey (2005); Kaczmarek et al. (2021); Mulyaningsih et al. (2021); Santos et al. (2021); Wulandari e Patrisia (2021); Bougias et al. (2022).
END	$\frac{(Passivo\ Exigível - Patrimônio\ Líquido)}{Ativo\ Total}$	+/-	Pandey (2005); Kaczmarek et al. (2021); Wulandari e Patrisia (2021); Achim et al. (2022); Avelar et al. (2022); Bougias et al. (2022); Cardillo et al. (2023); Amimakmur et al. (2024).
TAM	$\ln(Ativo\ Total)$	+	Pandey (2005); Kaczmarek et al. (2021); Mulyaningsih et al. (2021); Achim et al. (2022); Avelar et al. (2022); Abbassi et al. (2023).
Covid	Variável <i>dummy</i> : Se referir ao ano de 2020, 1; se não, 0	?	Proposição da autora
UKR	Variável <i>dummy</i> : Se referir ao ano de 2022, 1; se não, 0	?	Proposição da autora
MERC	Se um país apresenta um nível de desenvolvimento econômico, social e político considerado Emergente ou Desenvolvido atribuída aos países do G20 com base em Chen (2018), The World Bank (2020), Abreu e Camargos (2022), Carvalho (2023) e Machado e Rovers (2023.)	?	Cunha et al. (2014); Duncan (2014); Chen (2018); The World Bank (2020); Abreu e Camargos (2022); Carvalho (2023); Machado e Rovers (2023); Pringpong et al. (2023); Ayadi et al. (2024).
IFRS	Se o país adota ou não as normas IFRS e o ano de início dessa adoção conforme dados da IFRS (2024a).	?	Young e Zeng (2015); García et al. (2017); Akisik et al. (2020); Salah (2020); Silva et al. (2020); Martens et al. (2020); Bertrand et al. (2021).
S. LEGAL	Se um país tem como família jurídica o sistema <i>Common Law</i> ou <i>Civil Law</i> conforme classificação de La Porta et al. (2008) e Vishny et al. (2019).	?	Machokoto et al. (2019); Zhang e Zi (2021); Zouari e Dhifi (2022); Ben Fatma e Chouaibi (2023).

WGI	Escores das dimensões de governança mundial Controle de Corrupção, Eficácia do Governo, Estabilidade Política e Ausência de Violência/terrorismo, Qualidade Regulatória, Estado de Direito, Voz e Responsabilidade calculados como definido por Kaufmann et al. (2010, 2011) e disponibilizados por Kaufmann e Kraay (2023) e <i>The World Bank</i> (2024). O escore varia entre 0 a 100. É considerada governança “Alta” se os percentuais estão no quarto quartil ($75 < \text{alta} \leq 100$); “Moderada” percentuais presentes no terceiro quartil ($50 < \text{moderada} \leq 75$); “Abaixo da Média” percentuais presentes no segundo quartil ($25 < \text{abaixo da média} \leq 50$); e “Baixa” se os percentuais estão no primeiro quartil ($0 \leq \text{baixa} \leq 25$).	?	Saona e Martín (2018); Ojeka et al. (2019); Thakur et al. (2019); Karmani e Boussaada (2021); Ali et al. (2022); Bagh et al. (2023) Kaufmann e Kraay (2023); Mawardi et al. (2024)
ILE	Escores dos fatores de liberdade econômica Direito de Propriedade; Integridade do Governo; Eficácia do Judiciário; Carga Tributária; Gastos do Governo; Saúde Fiscal; Liberdade de Negócios; Liberdade Trabalhista; Liberdade Monetária; Liberdade de Comércio; Liberdade de Investimento; Liberdade Financeira calculado pela <i>The Heritage Foundation</i> (2024a, 2024b). O escore varia de 0 a 100 e a fundação define que: (i) valor entre 80 e 100 caracteriza um país com ambiente econômico livre; (ii) de 70-79,9 um país com ambiente praticamente livre; (iii) de 60-69,9 ambiente moderadamente livre; (iv) de 50-59,9 o país apresenta um ambiente econômico quase não livre; e (v) de 0-49,9 a liberdade econômica é considerada como reprimida	?	Chortareas et al. (2013); Lin et al. (2016); Bjørnskov (2016); Asteriou et al. (2021); Yang et al. (2023)
CULTURA	Escores das dimensões culturais Distância do Poder, Individualismo, Motivação para Realização e Sucesso, Evitar Incertezas, Orientação de Longo Prazo, e Indulgência calculados como definido por Hofstede (1984, 1991, 2010), Minkov et al. (2017), Almutairi et al. (2020), e Minkov e Kaasa (2022). O escore varia de 0 a 100, com 50 sendo o nível médio. A regra geral é que se uma pontuação for inferior a 50, a cultura representada pela dimensão terá uma pontuação relativamente baixa nessa escala, e se alguma pontuação for superior a 50, a cultura terá uma pontuação alta.	?	Laitinen e Suvas (2016); Vollero et al. (2019); Battistella et al. (2020); Battistella et al. (2021); Alipour e Yaprak (2022); Rashid et al. (2023); Lajnef e Ellouz (2024); <i>The Culture Factor Group</i> (2024)

Figura 19 - Operacionalização das Variáveis

Legenda: **EBIT:** lucro operacional antes de juros e impostos; **PL:** patrimônio líquido; **ln:** logaritmo natural; **Cov:** covariância; **Var:** variância; **MVA@:** valor de mercado agregado; **LUC:** lucratividade; **RISC:** risco; **END:** endividamento; **TAM:** tamanho; **MERC:** nível de mercado; **IFRS:** *international financial reporting standards* (normas internacionais de relatos financeiros); **S.LEGAL:** sistema legal; **WGI:** indicadores de governança mundial; **ILE:** índice de liberdade econômica; **CULTURA:** dimensões da cultura nacional.

3.4 Tratamento dos Dados

A fim de analisar o MVA® de empresas do G20 entre os anos de 2010 a 2023, considerando o contexto das crises recentes (pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia à Ucrânia), as variáveis identificadas na seção anterior foram adotadas em modelos de regressão com dados em painel, conforme a **Equação 1**, estimada individualmente para cada um dos países e setores analisados.

De acordo com Gujarati e Porter (2011), na análise de dados em painel a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo, ou seja, dispõe das dimensões espacial e temporal. Essa metodologia apresenta algumas vantagens, segundo Baltagi (2005): (i) considera a heterogeneidade das unidades; (ii) por usar as duas dimensões apresenta dados mais informativos, eficientes e com menos colinearidades; (iii) torna mais fácil a análise da dinâmica da mudança, de diferentes condições; (iv) detecta efeitos que não podem ser observados em um corte transversal; e (v) diminui o viés que pode surgir em pequenos grupos de dados agregados. Permitindo assim, inferências mais precisas e confiáveis sobre os elementos que direcionam o valor corporativo das empresas de países do G20.

$$MVA®_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times COVID_{i,t} + \beta_2 \times UKR_{i,t} + \beta_3 \times LUC_{i,t} + \beta_4 \times RISC_{i,t} + \beta_5 \times END_{i,t} + \beta_6 \times TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde,

$MVA®_{i,t}$: valor corporativo da empresa i no período t .

$COVID_{i,t}$: *dummy* de valor 1 quando de tratar do ano de 2020, e 0 caso contrário.

$UKR_{i,t}$: *dummy* de valor 1 quando de tratar do ano de 2022, e 0 caso contrário.

$LUC_{i,t}$: lucratividade da empresa i no período t .

$RISC_{i,t}$: risco da empresa i no período t .

$END_{i,t}$: endividamento da empresa i no período t .

$TAM_{i,t}$: tamanho da empresa i no período t .

$\varepsilon_{i,t}$: termo de erro do modelo.

Os modelos de regressão com dados em painel podem ser estimados considerando diferentes métodos: dados empilhados (*Pooled*), Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. A decisão de qual o melhor método de estimação foi realizada, a partir dos testes de Chow, para decidir entre *Pooled* e Efeitos Fixos; teste de Breusch Pagan (LM) que avaliou a estrutura *Pooled versus* Efeitos Aleatórios; e teste de Hausman que confrontou a estrutura Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. O

modelo de efeitos fixos considera que os efeitos individuais não observáveis (as características particulares de cada indivíduo do conjunto analisado) se correlacionam com as variáveis independentes; enquanto o modelo de efeitos aleatórios assume que esses efeitos não se correlacionam com as variáveis independentes.

Para análise dos resultados dos modelos de regressão com dados em painel procedeu-se com a validação dos pressupostos da análise de regressão, como ausência de multicolinearidade, de autocorrelação e de heterocedasticidade. Esta foi avaliada por meio do Fator de Inflação de Variância (VIF). Gujarati e Porter (2011) utilizam como regra prática o limite de VIF igual 10, pois em caso superior a variável é caracterizada como altamente colinear. Mas, Hair Jr. et al. (2009) apesar de concordarem que essa referência de corte é muito comum na literatura, observam que qualquer variável com um VIF de 5,3 teria uma correlação superior a 0,90, de tal forma que o tamanho da amostra deve ser levado em consideração para avaliar esse limite, em amostras pequenas os pesquisadores devem ser mais restritivos. Fávero e Belfiore (2021) seguem a mesma linha de Hair Jr. et al. e destacam que um VIF igual a 4 aponta uma correlação de 0,75. Portanto, considerou-se valores de VIF pequenos como indicativos de baixa intercorrelação entre as variáveis, e identificação da ausência de problemas de multicolinearidade.

A ausência de autocorrelação e heterocedasticidade foi examinada pelos testes de Woldridge e Breusch-Pagan, respectivamente. Quando da identificação destes problemas, como forma de ajuste, a estimação dos modelos foi realizada pelo método de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) como sugerem Gujarati e Porter (2011). Salienta-se que a tabulação e análise dos dados foram efetuados por meio de planilhas eletrônicas e do software R, empregando os pacotes: *A Grammar of Data Manipulation* (dplyr); *Linear Models for Panel Data* (plm), *Read Excel Files* (readxl); e *Testing Linear Regression Models* (lmtest).

Destaca-se que, para tratar *outliers* – observações da amostra com valores extremos que poderiam distanciar os achados da realidade vivenciada pelas empresas em cada país – adotou-se o procedimento de *winsorização*. Este método que gera uma nova variável semelhante à original, mas com a particularidade de substituir os valores extremos pelos valores mais próximos dentro da distribuição. Ou seja, os menores e maiores valores, que excedem os percentis mínimos e máximos estabelecidos, são ajustados para os valores mais baixos ou mais

altos remanescentes, de acordo com os percentis selecionados. Nesta pesquisa considerou-se os percentis 1% e 99% no procedimento de *winsorização*.

3.5 Definições Operacionais e Estratégias para Alcance dos Objetivos Específicos

A concretização do objetivo geral da pesquisa demanda realização de algumas etapas, as quais foram caracterizadas como objetivos específicos. Realizá-los exigiu a aplicação de algumas técnicas de investigação, desde uma revisão bibliográfica da literatura até ferramentas de análises quantitativas.

Para alcançar o objetivo específico de *(a) identificar as variáveis direcionadoras do MVA® de empresas dos países membros do G20*; primeiro realizou-se uma ampla revisão da literatura, que evidenciou as variáveis econômico-financeiras utilizadas pelas pesquisas anteriores. A partir disso, selecionaram-se as variáveis a serem empregadas no estudo para identificar os direcionadores do valor corporativo de empresas dos países que fazem parte do G20; e, via análise de regressão com dados em painel, determinaram-se as variáveis que influenciam o valor em cada país.

A fim de *(b) avaliar a relação entre crise recente de pandemia de Covid-19 e o MVA® de empresas do G20*, e *(c) avaliar a relação entre crise recente de invasão da Rússia à Ucrânia e o MVA® de empresas do G20*, incorporou-se aos direcionadores de valor tradicionais identificados duas variáveis *dummies* que representam os períodos de crise investigados, a Covid-19, referente ao ano de 2020 para pandemia de Covid-19 e a UKR relativa ao ano de 2022 quando ocorreu a invasão russa à Ucrânia. Nesses respectivos anos ambas assumiram valor igual a 1, e 0 foi atribuído aos demais anos do período para cada variável.

Em relação ao objetivo *(d) examinar a relação entre os setores econômicos e o MVA® de empresas do G20*, dado que as características específicas dos setores os tornam únicos e sujeitos a gerir e absorver mudanças de diferentes formas, investigou-se se cada setor econômico detém um conjunto único de variáveis que direciona o valor corporativo das empresas, independentemente do país de origem. Para isso a amostra do estudo foi segregada em oito subamostras definidas conforme a classificação setorial das empresas e a disponibilidade de informações suficientes para estimar os modelos de regressão para cada uma das categorias.

No que tange ao objetivo de (e) *verificar características institucionais associadas ao MVA® de acordo com os diferentes países membros do G20*, adotou-se uma análise exploratória. Inicialmente conferiu-se a cada um deles classificações conforme os requisitos e atribuições das características institucionais identificadas e detalhadas na revisão de literatura desta pesquisa, traçando assim um perfil institucional dos países membros do G20; em seguida procedeu-se com uma análise dos aspetos identificados para cada um dos países associando-os com os sinais (resultados) estaticamente significativos observados nos modelos de regressão que objetivaram evidenciar os direcionadores do valor corporativo, incluindo o efeito das crises recentes, a fim de elucidar os resultados observados em cada análise e revelar a interligação dos fatores que direcionam o valor corporativo em contextos e ambientes institucionais diversos.

A partir das estimações dos modelos de regressão com dados em painel, acompanhadas de todos os procedimentos necessários para testar e avaliar as hipóteses de pesquisas propostas, os resultados foram organizados em tabelas e figuras visando facilitar sua apresentação e análise. Durante a inserção desses elementos no texto, foram observados os sinais estatisticamente significativos, e os efeitos das variáveis direcionadoras de valor sobre o MVA® foram analisados. Por fim, esses achados foram discutidos à luz da literatura e da fundamentação teórica da pesquisa, estabelecendo conexões com os resultados de estudos anteriores.

Posto isto, a **Figura 20** demonstra a ligação entre os objetivos específicos, as hipóteses e as técnicas empregadas para análise dos dados.

Objetivos	Hipóteses	Técnica(s) de análise
Identificar as variáveis direcionadoras do MVA® de empresas dos países membros do G20.	H1	Análise de regressão com dados em painel.
Avaliar a relação entre a crise recente da pandemia de Covid-19 e o MVA® de empresas do G20.	H2	Análise de regressão com dados em painel.
Avaliar a relação entre a crises recente de Invasão russa à Ucrânia e o MVA® de empresas do G20	H3	Análise de regressão com dados em painel.
Examinar a relação entre os setores econômicos e o MVA® de empresas do G20.	H4	Análise de regressão com dados em painel.
Verificar características institucionais associadas ao MVA® de acordo com os diferentes países membros do G20.	NA	Análise Exploratória.

Figura 20 - Relação entre os Objetivos Específicos, as Hipóteses e as Técnicas para a Análise dos Dados.

Legenda: NA: Não se Aplica.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva e Correlações das Variáveis

A compreensão e gestão dos direcionadores que influenciam o valor corporativo são habilidades fundamentais tanto para acionistas como para os gestores das empresas, especialmente durante períodos de crise. Dessa forma, consoante ao objetivo da pesquisa de analisar o MVA® de empresas do G20 entre os anos de 2010 a 2023, considerando o contexto de crises recentes (pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia à Ucrânia), a **Tabela 2** apresenta um panorama inicial das variáveis analisadas por meio da estatística descritiva das *proxies* econômico-financeiras utilizadas no período investigado.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis analisadas

	MVA®	LUC	RISC	END	TAM
Mínimo	13,42	-311,66	-0,84	0,03	13,72
1ºQuartil	17,16	-1,71	0,49	0,35	17,72
Mediana	18,64	0,02	0,83	0,55	19,15
Média	18,73	-5,52	0,86	0,63	19,23
3ºQuartil	20,26	0,19	1,19	0,77	20,68
Máximo	24,48	0,91	2,94	3,82	24,42

Legenda: **MVA®:** valor de mercado agregado; **LUC:** lucratividade; **RISC:** risco; **END:** endividamento; **TAM:** tamanho.

O MVA® apresentou valor médio de 18,73, com um mínimo de 13,42 e um máximo de 24,48. A variação considerável entre o mínimo e o máximo sugere uma grande dispersão nos MVA® das empresas analisadas, situação condizente com uma amostra de empresas de diferentes países e portes, como demonstra a variável TAM, cuja média foi de 19,23, com mínimo de 13,72 e máximo de 24,42. Apesar disso, o tamanho apresenta-se bem distribuído com a maioria das empresas situadas no primeiro e terceiro quartis.

O valor médio da LUC foi -5,52, revela que, em média, as empresas da amostra apresentaram prejuízo. O valor mínimo sugere a presença de empresas que sofreram grandes prejuízos na amostra. A maior parte dos dados, do primeiro ao terceiro quartil, evidenciou que as empresas da amostra apresentam lucratividade próxima de 19%, mas por outro lado, o valor máximo é de 91%, o que demonstra que algumas das empresas analisadas são altamente lucrativas.

O RISC que mede a volatilidade da ação da empresa em relação ao mercado apresentou valor médio de 0,86. O terceiro quartil indica um risco de 1,19, demonstrando que a maioria das empresas analisadas apresentam retornos próximos aos de seus mercados. Porém, os valores oscilaram entre -0,84 e 2,94 no período analisado.

O endividamento médio das empresas analisadas corresponde a 63% dos seus ativos, o que caracteriza níveis altos de endividamento, como também pode ser observado para a maioria das empresas no terceiro quartil, endividamento de 77%. O indicador mínimo corresponde a 0,03 e o máximo a 3,82, ou seja, para algumas empresas, os passivos correspondem a aproximadamente quatro vezes o valor total de seus ativos, sugerindo um alto nível de endividamento de algumas empresas analisadas.

Outro ponto importante sobre os fundamentos econômico-financeiros é relação existente entre eles. A **Tabela 3** apresenta as correlações entre as variáveis investigadas, ou seja, a direção e força de associação entre elas. Traçando um panorama inicial de como ocorrem as relações entre a *proxy* de valor e seus direcionadores. Todas as correlações foram estatisticamente significativas, ou seja, mudanças em uma variável estão associadas a mudanças em outra variável.

Tabela 3 - Correlação das variáveis analisadas

	MVA	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM
MVA	1	0,0699	-0,0130	0,2395	0,0065	-0,0003	0,7791
Covid	0,0699	1	-0,2233	-0,0131	0,0610	-0,0107	-0,0073
UKR	-0,0130	-0,2233	1	0,0003	0,0990	0,0044	0,0630
LUC	0,2395	-0,0131	0,0003	1	-0,0789	-0,0211	0,3430
RISC	0,0065	0,0610	0,0990	-0,0789	1	0,0023	-0,0180
END	-0,0003	-0,0107	0,0044	-0,0211	0,0023	1	-0,0928
TAM	0,7791	-0,0073	0,0630	0,3430	-0,0180	-0,0928	1,

Legenda: **MVA®**: valor de mercado agregado; **Covid**: ano de 2020, a pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

As variáveis Covid (0,0699) e UKR (-0,0130), embora apresentem uma força de associação considerada fraca com o MVA® das empresas analisadas, demonstram direções opostas em sua relação. A variável Covid sugere que, durante o período da pandemia, as empresas tenderam a gerar valor, enquanto a variável UKR indica que guerra teve impacto negativo, minimizando

esse efeito e levando as empresas a reduzir seu valor nesse período. Em paralelo, as variáveis RISC (0,0065) e END (-0,0003) também apresentaram coeficientes de correlação fracos em relação ao MVA®, mas ainda assim demonstram a inclinação de que empresas com maiores níveis de risco e menores níveis de endividamento tendem a alcançar maiores MVA®.

Por sua vez, a LUC (0,2395) e o TAM (0,7791) apresentaram correlações moderada e alta correlacionados, respectivamente, com o MVA® das empresas consideradas, sinalizando que quanto maior e mais lucrativa a empresa, maior tende a ser o seu valor corporativo. Ademais, destaca-se o coeficiente de correlação de 0,3430 entre o tamanho e a lucratividade das empresas, uma relação positiva e moderada, que sugere que empresas maiores tendem a ser mais lucrativas na amostra estudada.

Assim, a estatística descritiva e a análise de correlação forneceram uma visão geral das características e da tendência de comportamento dos dados investigados. Salienta-se que estatística descritiva dos indicadores econômico-financeiros por país encontra-se no Apêndice A desta pesquisa. A seguir para detectar se essas relações entre essas variáveis são estatisticamente significativas e relevantes, analisa-se a influência das crises e dos demais direcionadores no MVA® das empresas via modelos de regressão com dados em painel.

4.2 Análise dos Direcionadores do MVA®

A análise dos resultados, evidenciados na **Tabela 4**, demonstra a influência significativa e heterogênea de *proxies* variadas no valor corporativo de empresas em diferentes países e que são membros do G20. As relações identificadas produzem evidências em apoio a H1, ou seja, que as variáveis econômico-financeiras, direcionadoras tradicionais do MVA®, são significantes para explicar esse fenômeno nas empresas independentemente do país de origem. De modo geral, as variáveis que foram estatisticamente significativas na influência do valor das empresas dos países analisados apresentaram efeitos em direções opostas (negativas e positivas).

Tabela 4 - Direcionadores do valor corporativo para os anos de 2010 a 2023

País	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausman
África do Sul	1,2836	-0,2955**	-0,3635***	0,0148*	-0,3831***	-0,2199	0,8878***	8***	16***	10
Alemanha		0,1049**	-0,3571***	-0,0024	-0,1017*	0,0135	0,6888***	15***	40***	13**
Arábia Saudita		0,3918***	-0,0486	0,0036	0,0107	0,8627**	-0,0450	16***	23***	30***
Argentina		-0,1128	0,2503	-0,0132	-0,4035	0,5866	0,0266	4,6***	8,4***	15**
Austrália		0,5289***	-0,1936***	-0,0011***	0,0433**	0,1597***	0,5334***	7,2***	103***	111***
Brasil		0,1446	-0,2994***	-0,0005	0,0833	0,5987***	0,2670*	6,8***	11***	229***
Canadá		0,2615***	-0,1959***	-0,0007*	-0,0463**	0,1756***	0,5529***	8,8***	56***	76***
China		-0,1426***	-0,4389***	0,0007	-0,0514***	-0,0872***	0,1581***	9,5***	1218***	900***
Coréia do Sul		0,2625***	-0,4718***	-0,0010	-0,0283	0,1034	0,5293***	7,9***	85***	4379***
EUA		0,1604***	-0,2360***	-0,0007***	-0,0364***	0,2430***	0,6696***	13***	163***	93***
França		0,0196	-0,2858***	-0,0014	-0,1570***	0,3453***	0,7035***	12***	35***	354***
Índia		-0,2107**	0,1622*	0,0017	-0,2108**	0,5286***	0,0696	18***	10***	110***
Indonésia		-0,2382***	-0,3116***	0,0006	-0,0264	0,5220***	0,3979***	9,2***	16***	56***
Itália		-0,2198***	-0,4511***	-0,0099	-0,1595*	0,7225***	0,7679***	12***	7,9***	48***
Japão	7,2198***	0,0975***	-0,3391***	0,0004	-0,0529*	-0,5124***	0,5986***	14***	86***	11*
México		-0,1587	-0,0463	1,6018***	-0,1398	1,0565**	0,5306***	17***	14***	53***
Reino Unido		0,1175***	-0,4406***		-0,1115***	0,2290***	0,6345***	13***	32***	395***
Rússia		0,1653	0,2901***	0,1188	0,1938*	0,7038***	0,4610***	10***	23***	17**
Turquia		1,0653***	0,5577***	-0,0054**	0,5231***	0,3963***	0,1293*	11***	19***	85***

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **Covid**: ano de 2020, a pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

O foco central do estudo centra-se no efeito de variáveis relativas a momentos de Crises no valor corporativo das empresas. Mas, também objetivou identificar se as variáveis tradicionais contábeis são direcionadores do MVA® de empresas do G20. O TAM foi uma das variáveis que se destacou em quantidade de países em que demonstrou efeito no valor. Essa variável só não foi significativa para empresas na Arábia Saudita, Argentina e Índia. Já os coeficientes calculados para a variável LUC foram os que demonstraram significância estatística em um menor número de países. Em somente em seis deles houve efeito sobre valor corporativo devido ao nível de lucratividade das empresas. Mas, a direção de sua influência diverge: para África do Sul e México, a LUC influenciou positivamente o valor das empresas destes países; mas afetou negativamente o valor na Austrália, Canadá, EUA e Turquia.

O RISC das empresas analisadas apresentou coeficientes significantes estatisticamente em treze países da amostra, mas somente em dez deles (África do Sul, Alemanha, Canadá, China, EUA, França, Índia, Itália, Japão e Reino Unido) a sua influência no valor apresentou-se como negativa. Na Austrália, Rússia e Turquia o RISC afetou positivamente o MVA® das empresas. Por fim, a variável END demonstrou-se estatisticamente significativa em quinze países dos dezenove analisados, nos quais observou-se efeitos distintos sobre o valor corporativo. Em treze deles (Arábia Saudita, Austrália, Brasil, Canadá, EUA, França, Índia, Indonésia, Itália, México, Reino Unido, Rússia e Turquia) apresentou relação positiva com o MVA® das empresas; mas, o efeito foi contrário em empresas na China e no Japão.

Examinando os resultados de forma conjunta, observou-se relações estatisticamente significantes das variáveis econômico-financeiras que são direcionadores tradicionais do valor corporativo (lucratividade, endividamento, risco e tamanho) e esse mesmo efeito em países distintos, corroborando a Hipótese 1. Assim, confirmou-se que as variáveis econômico-financeiras são significantes para explicar o MVA® nas empresas independentemente do país de origem.

Em relação ao efeito das *proxies* relativas a momentos de Crises no valor corporativo das empresas. A variável que indica o ano de eclosão da Covid não apresentou coeficientes significantes estatisticamente para as empresas da Argentina, Brasil, França, México e Rússia. No ano de 2020, as empresas da África do Sul, China, Índia, Indonésia e Itália tiveram o seu valor corporativo reduzido devido aos efeitos desta crise. Porém, o valor de empresas da

Alemanha, Arábia Saudita, Austrália, Canadá, Coreia do Sul, EUA, Japão, Reino Unido e Turquia sofreram influência positiva decorrente dos efeitos da Covid 19.

Achados relativos ao Brasil, Argentina, França, México e Rússia contradizem os efeitos significativos identificados. Não há indícios de que pandemia afetou as empresas analisadas nesses países. Essas divergências podem ser explicadas pelos efeitos das estratégias políticas e econômicas tomadas por cada país para o enfrentamento da pandemia, bem como devido as características e estruturas institucionais de cada um.

Já a variável UKR, assim como o tamanho, ressaltou-se em quantidade de países em que apresentou influência significativa estatisticamente no valor. Somente, o MVA® das empresas da Arábia Saudita, Argentina e México não sofreu influência da UKR. Dos demais países, apenas empresas da Índia, Rússia e da Turquia criaram valor no ano de 2022, enquanto as outros sofreram com efeitos negativos da invasão russa a Ucrânia.

Assim, estes resultados apresentam evidências significativas da influência de crises recentes no valor de empresas independentemente do país a que pertençam, confirmando as hipóteses H2 e H3, ou seja, as crises recentes de Pandemia de Covid-19 e Invasão Russa a Ucrânia tiveram efeitos significantes para explicar o MVA® de empresas do G20. Demonstra-se, assim, a relevância de considerar as consequências de períodos de incerteza, como os desencadeados por eventos sistêmicos, como a pandemia de Covid 19, e de conflitos, como a invasão territorial enfrentada pela Ucrânia, ao avaliar ou investigar o valor corporativo de empresas.

4.3 Análise dos Direcionadores do MVA® por Setor Econômico

A fim de obter resultados mais específicos em relação às variáveis que direcionam a criação de valor para os acionistas, tal como Hall (2016, 2018, 2024), segregou-se a amostra de pesquisa em subamostras correspondentes aos setores econômicos identificados, para investigar se *H4: cada setor econômico detém um conjunto único de variáveis que direciona o valor corporativo das empresas, independentemente do país de origem*. Como discutido anteriormente, as razões para existirem distinções nos direcionadores de valor entre os setores baseiam-se nas peculiaridades de cada um.

Os setores que apresentaram dados suficientes para estimação dos modelos de regressão, tendo como variável dependente o MVA® das empresas, e independentes as crises (Covid e UKR) e as variáveis econômico-financeiras (TAM, LUC, END e RISC), foram Comunicações (COMU), Bens de Consumo Cíclico (BCC), Bens de Consumo Não Cíclico (BCNC), Financeiro (FIN), Saúde (SAUD), Tecnologia da Informação (TI), Bens Industriais (BI) e Materiais Básicos (MATB). A **Tabela 5** apresenta a distribuição da amostra entre esses setores e os países a que pertencem.

Tabela 5 – Quantidade de Empresas em cada Subamostra Segreda por Setor

	COMU	BCC	BCNC	FIN	SAUD	BI	TI	MATB	Total	%
Alemanha	32	53	20	56	52	99	92	24	428	2,75%
Austrália	51	105	52	92	139	140	137	599	1.315	8,46%
Canadá	44	47	37	59	107	98	103	201	696	4,48%
China	236	758	321	108	595	1.412	1.041	860	5.331	34,30%
Coréia do Sul	133	250	129	39	316	337	580	210	1.994	12,83%
EUA	191	357	170	235	800	531	464	161	2.909	18,72%
França	40	58	24	14	65	91	80	25	397	2,55%
Indonésia	43	90	96	33	31	121	25	72	511	3,29%
Itália	36	57	13	21	17	71	37	11	263	1,69%
Japão	148	198	64	29	82	232	243	37	1.033	6,65%
Reino Unido	55	98	40	87	91	136	91	66	664	4,27%
Total	1.009	2.071	966	773	2.295	3.268	2.893	2.266	15.541	100%
%	6,49%	13,33%	6,22%	4,97%	14,77%	21,03%	18,62%	14,58%	100%	

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COMU:** comunicações; **BCC:** bens de consumo cíclico; **BCNC:** bens de consumo não cíclico; **FIN:** financeiro; **SAUD:** saúde; **BI:** bens industriais; **TI:** tecnologia da informação; **MATB:** materiais básicos.

Observa-se na referida tabela que uma amostra de 15.541 empresas pertencentes a onze países do G20 (Alemanha, Austrália, Canadá, China, Coréia do Sul, EUA, França, Indonésia, Itália, Japão e Reino Unido) foi segredada em oito subamostras correspondentes aos setores à que elas participam. Destacaram-se como os setores com a maior quantidade de empresas o de Bens Industriais (21,03%), Tecnologia da Informação (18,62%), Saúde (14,83%), Materiais Básicos (14,58%) e Bens de Consumo Cíclico (13,33%).

Em relação aos países, se sobressaíram em número de empresas participantes da amostra a China (34,30% do total), com os setores mais representativos sendo BI (1.412 empresas), TI (1.041 empresas) e MATB (860 empresas); EUA (18,72% do total), destacando-se os setores SAUD (800 empresas), BI (531 empresas) e TI (464 empresas); Coreia do Sul (12,38% do total), com os setores mais expressivos sendo TI (580 empresas), BI (337 empresas) e SAUD (316 empresas); Austrália (8,46% do total) com realce para os setores MATB (599 empresas), BI (140 empresas) e SAUD (139 empresas); e Japão (6,65% do total) com os setores mais representativos sendo TI (243 empresas), BI (232 empresas) e BCC (198 empresas). Nesses cinco países o setor comum e com maior destaque foi o de Bens Industriais, evidenciado uma forte presença industrial geral em todos. É um setor caracterizado por investimentos em infraestrutura e diversidade produtiva.

Esta distribuição das empresas por setor e país oferece uma visão clara sobre onde cada setor é mais expressivo e permite investigar o comportamento dos direcionadores do valor corporativo e o efeito das crises em cada um deles, como evidenciado nas **Tabelas 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12 e 13** que apresentam os resultados dos modelos de regressão para cada um dos setores analisados, e os achados em cada país membro do G20 considerado neste tópico.

A **Tabela 6** demonstra os resultados dos modelos de regressão para as empresas do Setor de Comunicações. Verifica-se que neste setor o TAM das empresas é uma variável muito importante para a geração de valor, independentemente do país, ela foi estatisticamente significativa e positiva em dez deles. Indicando que quanto maior o TAM, maior tende a ser o valor das empresas do setor de COMU. Enquanto, a invasão da Rússia à Ucrânia tendeu a provocar reduções significantes na geração de MVA® pelas empresas analisadas, com sinal negativo em nove países; a pandemia, por sua vez, apresentou influência significativa em apenas quatro deles: Austrália, China, Coreia do Sul e Reino Unido, e de forma positiva.

As variáveis Risco da empresa em relação ao mercado, nível de END e LUC também impactaram na capacidade de geração de MVA® do setor de COMU, mas a influência de cada uma varia significativamente entre os países, refletindo as particularidades de cada um deles. A LUC, quando significativa, demonstrou influência em apenas uma direção, impactando positivamente a geração de valor de empresas na França, Itália, Japão e Reino Unido.

Tabela 6 - Subamostra Setor de Comunicações

	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausman
Alemanha	1,7339	0,0442	-0,2890**	0,0011	-0,3885**	0,5077**	0,8850***	13***	4,8***	5,7***
Austrália		0,4707***	-0,4101***	-0,0006	0,0488	0,0993	0,3435***	9,3***	6,7***	18***
Canadá		0,0913	-0,4548***	0,0018	-0,0075	0,3494***	0,4344***	8,9***	5***	15**
China		-0,3072***	-0,4714***	-0,0008	-0,2493***	-0,4317**	0,0286	10***	6***	186***
Coréia do Sul		0,1847*	-0,5894***	0,0730	-0,0802	0,4368**	0,6689***	7,5***	16***	54***
EUA		0,1214	-0,4595***	0,0008	0,0446	0,1581**	0,4749***	8,7***	3,1***	1261***
França		-0,2380	-0,0470	1,0460***	0,1980	0,2250	0,2670*	10***	1,9*	35***
Indonésia	4,1235***	-0,2942	-0,1769	0,0286	-0,1134	-0,9241**	0,8022***	4,8***	3,2***	3,8
Itália	3,5436**	0,1312	-0,2900*	0,4617*	-0,0154	0,4769	0,7315***	9,6***	0,69	7,5
Japão		-0,0295	-0,6999***	0,8494***	-0,0175	0,2673	0,3546***	9,3***	29***	24***
Reino Unido	3,2649***	0,2771*	-0,4223***	0,1114***	-0,0706	0,3914*	0,8124***	14***	4,2***	5

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COVID**: ano de 2020, pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

Já a variável END, em dois dos sete sinais significantes apresentados, evidenciou que o nível de endividamento tende a diminuir o MVA® das empresas à medida que se tornam mais endividadas na China e Indonésia; porém, o MVA® das empresas da Alemanha, Canadá, Coréia do Sul, EUA e Reino Unido acompanham o sentido do crescimento da dívida. Por fim, o RISC, variável que apresentou menor destaque entre os países nesse setor, só foi significativa nas empresas da Alemanha e da China, com efeito negativo.

A **Tabela 7** apresenta os resultados para o Setor de Bens Consumo Cíclico, que contempla empresas de produtos e serviços não essenciais. Novamente a variável TAM se destaca como um direcionador de valor significativamente relevante. Apresentou influência positiva em dez dos onze países analisados. A UKR também se sobressaiu no setor, porém afetou negativamente a geração de MVA® pelas empresas no período, precisamente nos onze países do G20 analisados.

O END no setor BCC foi significativo estatisticamente em seis países e afeta positivamente a criação de valor de suas empresas. Devido a característica de não essencialidade a demanda desse setor acompanha a situação econômica dos mercados, nesse sentido pandemia de Covid-19 apresentou comportamentos significativos contrários, afetando positivamente a criação de valor das empresas do setor de BCC em dois países (Austrália e Coréia do Sul), mas negativamente em relação as empresas da China, Indonésia e Itália.

A variável RISC também só evidenciou significância estatística em seis países (Canadá, Coréia do Sul, França, Itália, Japão e Reino Unido), influenciando de forma negativa a geração de valor das empresas à medida que elas se tornam mais arriscadas em relação ao mercado. Finalmente, a LUC só apresentou influência significativa no MVA® de empresas dos EUA (negativamente) e do Japão (positivamente). Portanto, não se caracterizou como uma variável muito relevante na avaliação de empresas desse setor.

Tabela 7 - Subamostra Setor de Bens de Consumo Cíclico

	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausman
Alemanha	-0,4337	-0,0973	-0,6738***	-0,0023	-0,0069	0,0348	0,9746***	16***	2,5**	3,9*
Austrália	5,9159***	0,2159**	-0,4533***	-0,0002	-0,0437	0,3794***	0,6610***	14***	4,2***	8,7
Canadá	4,4905***	-0,1235	-0,5449***	0,0346	-0,2034**	0,3095*	0,7266***	11***	5,6***	11*
China		-0,2145***	-0,3848***	-0,0003	0,0114	0,0224	0,1057***	7,6***	164***	100***
Coréia do Sul		0,1532*	-0,5128***	-0,0008	-0,1089*	0,4195*	0,2198**	6,4***	5,9***	43223***
EUA	3,7171***	0,0594	-0,3625***	-0,0044***	-0,0202	0,3331***	0,7937***	13***	22***	12*
França	-1,0411	-0,2535	-0,6409***	0,4891	-0,3173**	0,1892	1,0005***	10***	7,8***	1,2
Indonésia		-0,2849**	-0,2347**	0,0576	-0,0361	0,3871**	0,1938	8,7***	-1,3	313***
Itália	1,2726	-0,3779**	-0,3499***	0,3239	-0,5869***	1,1052***	0,8788***	13***	2**	11
Japão		0,0593	-0,2043***	0,2990**	-0,1509**	0,2200	0,3151***	15***	18***	65***
Reino Unido	3,5946***	0,0181	-0,4411***	-0,0155	-0,2804***	0,2228	0,7997***	11***	5,2***	11*

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COVID**: ano de 2020, pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

Em relação as empresas do Setor de Bens de Consumo Não Cíclicos (BCNC), daqueles produtos e serviços considerados essenciais, os resultados encontram-se na **Tabela 8**. O TAM também é uma das variáveis de maior relevância neste setor, sobressaindo o seu efeito positivo sobre a geração de valor, mas para a França apresentou influência negativa. As crises apresentaram efeito contrário, a pandemia de Covid-19 afetou o MVA® das empresas desse setor somente na Austrália, Canadá, China e Japão, de forma positiva; enquanto o conflito UKR, que se destacou como a variável mais significativa, o influenciou negativamente em todos os países analisados.

O END só demonstrou influência significativa sobre o valor de empresas na China (negativa) e na Itália (positiva). Por outro lado, o RISC apresentou-se como uma variável significativa em seis países analisados. À medida que o RISC de empresas da Coreia do Sul, EUA, Indonésia e Reino Unido cresce o MVA® tendem a diminuir. Já na Austrália e na França o incremento no risco beneficia a geração de valor das empresas. Por fim, maior LUC tende a aumentar o valor das empresas do setor de BCNC na China e na Indonésia, e a reduzir no Canadá, EUA e Reino Unido.

Os resultados dos modelos de regressão para empresas do Setor Financeiro (FIN) encontram-se na **Tabela 9**. O Tamanho se reafirma como uma variável estatisticamente significativa e importante para a geração de valor no setor FIN, influenciando positivamente o MVA® das empresas analisadas, com exceção daquelas pertencentes a China e Coreia do Sul, para as quais não foi significativo estatisticamente; enquanto o conflito UKR afetou negativamente essa *proxy* de valor corporativo, excluindo as empresas da Alemanha, França e Indonésia em que não foi significativa. Já a Covid só foi estatisticamente significativa em três países: Austrália, Coreia do Sul e EUA, afetando positivamente o valor de suas empresas.

A capacidade de gerar lucros das empresas do setor FIN não apresentou influência estatisticamente significativa no MVA® das empresas no G20. O nível de END apresentou significância estatística nos setores financeiros de apenas quatro países. O MVA® de empresas da Alemanha, Austrália, China e França aumenta à medida que elas se tornam mais endividadas. Finalmente, o RISC das empresas em relação ao mercado, que só foi significativo em dois países, tende a contribuir para o crescimento de seu valor na China e no Reino Unido, pois os afeta de forma positiva.

Tabela 8 - Subamostra Setor de Bens de Consumo Não Cíclico

	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausman
Alemanha		0,1090	-0,5720***	2,1260	0,2030	-0,5760	0,8380***	36***	-0,96	13**
Austrália		0,3306*	-0,4979***	-0,0010	0,2073*	-0,2478	0,5917***	6,2***	0,8	40***
Canadá	3,8631***	0,4055**	-0,3138**	-0,0028**	-0,0618	0,1470	0,7598***	14***	0,68	2,3
China		0,1790***	-0,3001***	0,0148***	-0,0261	-0,2113*	0,3141***	12***	99***	169***
Coréia do Sul		0,0001	-0,7847***	-0,0006	-0,1471*	-0,3109	0,0475	10***	10***	23***
EUA		-0,0518	-0,3429***	-0,0067***	-0,1170**	0,1006	0,7092***	12***	-0,45	33***
França		0,1480	-0,1266	-0,0224	0,8985**	1,1468	-1,2940**	8,5***	3,9***	17**
Indonésia		-0,1110	-0,2070*	2,0060***	-0,2300**	0,2490	0,2460	11***	1,6	17***
Itália	1,1087	0,2301	-0,7458***	-0,0089	0,1538	1,0588***	0,8608***	15***	-0,71	2,7
Japão		0,2760**	-0,2976***	-0,0026	-0,0847	-0,6031	-0,0776	15***	9,5***	79***
Reino Unido	1,9238	0,1924	-0,5678***	-0,0566***	-0,2647*	0,6196	0,8677***	18***	-0,62	8

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COVID**: ano de 2020, pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

Tabela 9 - Subamostra Setor Financeiro

	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausman
Alemanha	3,5108***	0,1195	-0,1702	0,0112	-0,2950	1,3718***	0,7071***	10***	2,3**	9,4
Austrália		0,4012***	-0,4840***	0,0008	0,0193	0,7009***	0,5335***	13***	7,6***	39***
Canadá		0,0804	-0,3432**	-0,0004	0,0197	0,1529	0,5613***	7,7***	5,4***	16**
China		0,1843	-0,8194***	0,0447	0,3279**	0,4642*	0,0056	6,5***	22***	104***
Coréia do Sul		0,3505*	-0,6120***	0,0125	-0,0137	0,7779	-0,1244	6,6***	1,7*	13*
EUA	6,1201***	0,1527*	-0,2725***	-0,0007	-0,0126	0,1025	0,6548***	21***	19***	12*
França	6,3591**	0,0899	-0,3729	-0,0457	-0,2352	0,6015*	0,6272***	16***	2,8***	6,8
Indonésia	13,1265***	0,1151	0,1345	0,0007	0,1901	0,3257	0,2240**	6,6***	0,96	7
Itália	3,6170**	-0,1450	-0,4556**	0,0143	0,1069	-0,1857	0,7544***	9,4***	-1,9*	7,2
Japão		-0,2542	-0,6288***	0,2610	0,0137	-0,4134	0,4284***	21***	0,07	18***
Reino Unido	6,0568***	0,0259	-0,4837***	-0,0015	0,1872**	0,0295	0,6386***	16***	2,4**	6,2

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COVID:** ano de 2020, pandemia; **UKR:** ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC:** lucratividade; **RISC:** risco; **END:** endividamento; **TAM:** tamanho.

A **Tabela 10** evidencia os resultados das regressões para as empresas do setor de Saúde (SAUD). A geração de valor neste setor é afetada significativamente pelo TAM, Covid e o conflito UKR. O porte da empresa e a pandemia contribuíram positivamente para o crescimento das empresas de Saúde no período analisado. O TAM mais uma vez demonstrou a sua relevância na determinação do valor. Esta variável foi estatisticamente significativa em todos os países. Já a pandemia no caso do setor de SAUD assumiu um comportamento esperado, pois durante a sua ocorrência a demanda por serviços e produtos desse setor cresceu exponencialmente. Foi significativa em todos os países, com exceção da Alemanha, China, Indonésia e Itália.

O conflito UKR não está diretamente conectado ao setor de SAUD como a pandemia, mas seus efeitos tenderam a reduzir a geração de MVA® das empresas dos onze países analisados. A LUC não apresentou tanta relevância como direcionador de valor do setor; pois foi significativa estatisticamente apenas na Alemanha, Austrália e Coreia do Sul, com influência negativa.

A variável END apresentou comportamento significativo com influência negativa no setor de Saúde da Itália e do Japão, e positivo na Austrália, Canadá e EUA. Já o RISC também demonstrou significância estatística, e influencia negativamente o valor de empresas da Alemanha, China, Coreia do Sul, França, Itália e Japão, e positivamente o valor das empresas de SAUD da Indonésia

Em relação ao Setor de Tecnologia da Informação (TI) os resultados dos modelos de regressão encontram-se na **Tabela 11**. Observa-se que o TAM se demonstrou totalmente relevante para a geração de valor das empresas de TI, pois apresentou significância estatística positiva para todos os países analisados. Assim, como no setor de Saúde as crises apresentaram comportamento em direções opostas. O período da pandemia de Covid-19 está associado positivamente à criação de MVA® das empresas de TI em seis países (Alemanha, Austrália, Canadá, Coreia do Sul, EUA e Japão), e redução em um deles (Indonésia); por outro lado, o período de conflito UKR afetou negativamente o MVA® das empresas dos onze países estudados. Somente no setor de TI da Indonésia o efeito da pandemia foi negativo.

END tende afetar positivamente o MVA® das empresas do setor de TI. Porém, empresas da China apresentaram relação negativa com essa variável, ao passo que se tornam mais endividadas o seu MVA® tende a diminuir. Para Alemanha, Indonésia e Japão o END não foi significativo. A LUC, por sua vez, apresentou significância estatística em apenas quatro países,

sendo positiva para Alemanha, Itália e Japão e negativa para empresas de TI do Reino Unido. E, o RISC não se demonstrou relevante enquanto direcionador de valor do setor de TI, pois foi significativo estatisticamente apenas na Indonésia e no Japão, com relação negativa.

Tabela 10 - Subamostra Setor de Saúde

	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausman
Alemanha		0,2038	-0,4033***	-0,0056**	-0,3560**	-0,4956	0,5835***	10***	2,9***	16**
Austrália	5,6245***	0,6461***	-0,2916***	-0,0016***	0,0712	0,2673***	0,6930***	11***	8,7***	5,3
Canadá		0,4909***	-0,2362**	-0,0009	-0,0572	0,1166*	0,5756***	5,7***	3,1***	14**
China		-0,0201	-0,4776***	0,0006	-0,2195***	0,0555	0,1958***	11***	109***	256***
Coréia do Sul		0,3798***	-0,6837***	-0,0013*	-0,0577*	-0,1167	0,3692***	14***	14***	30***
EUA		0,2872***	-0,4330***	-0,0002	-0,0259	0,3084***	0,7506***	8,4***	7,8***	22***
França		0,2316*	-0,3866***	-0,0011	-0,3008***	0,2366	0,9454***	9,9***	7,6***	26***
Indonésia		-0,0610	-0,5580***	0,7990	0,2400*	0,4290	0,2240*	18***	0,35	17**
Itália		0,0544	-0,4509*	-0,0172	-2,0429***	-0,8020*	0,5240*	17***	-1,1	61***
Japão	6,4733***	0,3790***	-0,3169***	0,0016	-0,1178*	-1,3045***	0,6824***	21***	12***	4,9
Reino Unido		0,2577*	-0,5205***	0,0005	0,0503	0,1758	0,5393***	5,5***	1,1	18***

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COVID**: ano de 2020, pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

Tabela 11 - Subamostra Setor de Tecnologia da Informação

	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausma n
Alemanha		0,1676*	-0,3314***	0,0667***	0,0726	-0,2200	0,8152***	12***	12***	14**
Austrália		0,6107***	-0,3935***	-0,0007	0,0414	0,2455***	0,5936***	6,1***	10***	51***
Canadá		0,3883***	-0,4620***	-0,0001	0,0490	0,1696***	0,5805***	12***	6,6***	17***
China		-0,0100	-0,4215***	-0,0007	-0,0316	-0,3194***	0,3063***	10***	177***	78***
Coréia do Sul		0,3251***	-0,4561***	0,0663	0,0386	0,2258*	0,7037***	5,5***	51***	450***
EUA		0,3612***	-0,2558***	-0,0010	0,0414	0,3997***	0,7927***	13***	60***	41***
França		0,1416	-0,3013***	0,0731	-0,0477	0,7354***	0,6968***	12***	7,1***	214***
Indonésia	4,7260	-0,8695**	-0,8747***	0,0101	-0,3702*	0,4359	0,7621***	5,8***	-1,2	6,3
Itália	2,6624	0,0040	-0,4901***	0,8621***	0,0255	1,7053***	0,7832***	10***	3,2***	7,5
Japão		0,2801***	-0,3559***	0,5525***	-0,1723***	0,3660	0,5743***	13***	15***	303***
Reino Unido		0,1583	-0,2779***	-0,0104**	-0,0583	0,3346**	0,6833***	12***	10***	16**

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COVID**: ano de 2020, pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

Tabela 12 - Subamostra Setor de Bens Industriais

	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausman
Alemanha	3,6316***	0,0632	-0,2665***	-0,0046	-0,1547	-0,3119	0,7872***	14***	12***	8
Austrália		0,3149***	-0,1614**	0,0003	0,1547***	0,2290**	0,4223***	9,7***	4,7***	35***
Canadá	4,8363***	0,1406	-0,2458***	0,0002	0,0738	0,1616**	0,7198***	11***	9,8***	12*
China		-0,2258***	-0,4330***	0,0000	-0,0455	-0,2252***	0,0633**	7,7***	371***	162***
Coréia do Sul		0,2108**	-0,2056***	-0,2378*	-0,0441	-0,0895	0,7559***	5,6***	11***	207***
EUA		0,1699***	-0,0792**	-0,0015*	-0,1489***	0,2086***	0,6279***	13***	66***	23***
França		-0,0356	-0,3245***	0,0063	-0,1213	0,7032***	0,9960***	11***	8,2***	48***
Indonésia	5,1491***	-0,1973	-0,4156***	-0,0178	-0,0863	0,5202***	0,6551***	7,6***	3,2***	11*
Itália	2,4112**	-0,3991***	-0,3167***	0,0072**	-0,0733	-0,2572	0,8385***	11***	1,2	12*
Japão		0,2176**	-0,3897***	2,9087***	-0,0766	0,2238	0,5217***	12***	18***	266***
Reino Unido	1,1756	-0,0140	-0,4831***	-0,0002	-0,1224**	0,4144**	0,9054***	15***	9,4***	3,7

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COVID**: ano de 2020, pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

A **Tabela 12** apresenta os resultados relativos as empresas de Bens Industriais (BI). O TAM, novamente, apresenta-se como muito relevante para gerar valor independentemente do país, enquanto no período UKR, as empresas não conseguiram criá-lo e o efeito sobre o MVA® foi negativo. Essas duas variáveis foram significante em todos os países. A Covid apresentou o mesmo comportamento dos Setores de Saúde e TI, preponderantemente, o período dessa crise está associado à criação de valor nas empresas de BI, com exceção da China, país onde o evento iniciou, e da Itália em que o efeito foi negativo. Mas, não significante estatisticamente na Alemanha, Canadá, França, Indonésia e Reino Unido.

O nível de END também se revelou como um importante direcionador do valor corporativo, majoritariamente, influenciando significativa e positivamente a geração de valor das empresas de BI. Apenas na China maior nível endividamento indica menor MVA®. Na Alemanha, Coréia do Sul, Itália e Japão o END não foi significativo, nos demais países o efeito foi positivo. Por fim, LUC e RISC o revelaram comportamentos em direções opostas. Incrementos na LUC tendem aumentar o MVA® de empresas de BI da Itália e Japão, e reduzi-lo em empresas da Coréia do Sul e dos EUA. Maior risco em relação ao mercado tende a aumentar o valor de empresas na Austrália e reduzir nos EUA e no Reino Unido. Nos demais países essas duas *proxies* não foram significativas estatisticamente.

A **Tabela 13** demonstra os resultados para as empresas do setor de Materiais Básicos (MATB). O TAM apresentou significância estatística em todos os países observados. O efeito positivo na geração de valor, como nos setores analisados anteriormente, evidencia a relevância dessa variável como direcionadora do MVA®. Assim, como para a variável Covid que afetou positivamente a capacidade de gerar valor das empresas de MATB investigadas (na Austrália, Canadá, Coréia do Sul e Japão). Na China e Itália, o efeito dessa variável neste setor foi negativo. Já o período de crise derivado da UKR influenciou estatisticamente somente o MVA® de empresas na Alemanha, China, Coréia do Sul, EUA e Reino Unido, de forma negativa.

A LUC e o END só apresentaram significância estatística em quatro países. A LUC influencia positivamente o MVA® de empresa da Itália e do Japão, e negativamente o valor de empresas da Austrália e dos EUA. Já o END afeta positivamente o valor de empresas da Austrália, Canadá e EUA, e negativamente o MVA® de empresas da França. Afinal, a variável RISC só apresentou significância estatística para empresas do Setor de MATB do Reino Unido, reduzindo o seu MVA® ao passo que se tornam mais arriscadas.

Tabela 13 - Subamostra Setor de Materiais Básicos

	Intercepto	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	Chow	Breusch Pagan LM	Hausman
Alemanha	5,2996***	0,0734	-0,9254***	-0,0223	0,0892	-0,9308	0,7322***	13***	4,3***	1,8
Austrália		0,6812***	-0,0344	-0,0012***	0,0165	0,0946**	0,5113***	3,8***	53***	54***
Canadá		0,4022***	-0,0704	-0,0009	-0,0860	0,1347*	0,5080***	6,1***	11***	28***
China		-0,2144***	-0,4991***	-0,0099	-0,0292	-0,1364	0,2748***	8,7***	239***	54***
Coréia do Sul		0,2500**	-0,1915**	0,0545	0,0715	-0,0954	0,6640***	4,6***	7,1***	29***
EUA	3,8543***	0,0618	-0,1407**	-0,0056***	-0,0627	0,4293***	0,7765***	9,6***	20***	8
França	0,6365	-0,1218	-0,0966	-0,0017	0,1073	-1,3862*	0,9431***	5,6***	0,87	7,1
Indonésia		0,0060	-0,2714	-0,0034	0,1840	0,2947	0,7659***	5,3***	-0,41	15**
Itália	7,6010*	-0,6600*	-0,3580	0,6660**	-0,9190	-2,3060	0,6370***	8,7***	-0,44	12*
Japão	0,0919	0,6550**	-0,2453	9,1410***	-0,3875	-0,3358	0,8863***	4,2***	1,1	8,4
Reino Unido		0,0397	-0,7008***	-0,0002	-0,1834**	-0,1872	0,3786***	7,9	-0,66	43***

Nota: Nível de significância: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Legenda: **COVID**: ano de 2020, pandemia; **UKR**: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC**: lucratividade; **RISC**: risco; **END**: endividamento; **TAM**: tamanho.

De modo geral, os resultados revelam que, como proposto na hipótese *H4*: *cada setor econômico detém um conjunto único de variáveis que direciona o valor corporativo das empresas, independentemente do país de origem*. A **Figura 21** sintetiza essas constatações. Conclui-se que o TAM das empresas e a UKR são variáveis comuns que influenciaram os oito setores analisados. A variável Covid foi destaque significativo para os setores SAUD, TI, BI e MATB. O END afetou significativamente o MVA® das empresas dos setores COMU, BCC, TI e BI. Já o RISC das empresas em relação ao mercado influenciou destacadamente apenas os setores BCC, BCNC e SAUD.

Setor	Direcionador de Valor
COMU	TAM, UKR e END
BCC	UKR, TAM, RISC e END
BCNC	UKR, TAM e RISC
FIN	TAM e UKR
SAUD	TAM, UKR, Covid e RISC
TI	TAM, UKR, END, e Covid
BI	TAM, UKR, END e Covid
MATB	TAM e Covid

Figura 21 - Direcionadores de Valor Específicos por Setor

Legenda: **COMU:** comunicações; **BCC:** bens de consumo cíclico; **BCNC:** bens de consumo não cíclico; **FIN:** financeiro; **SAUD:** saúde; **TI:** tecnologia da informação; **BI:** bens industriais; **MATB:** materiais básicos; **RISC:** risco; **END:** endividamento; **TAM:** tamanho; **Covid:** ano de 2020, a pandemia; **UKR:** ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia.

Salienta-se que a LUC, apesar de ter apresentado coeficientes com efeitos significantes em alguns setores, como pode ser observado nas tabelas que demonstraram os resultados para cada um deles, não se destacou tal como os direcionadores TAM, END e RISC que apresentaram cinco ou mais sinais significativos. No entanto, a LUC, com exceção do setor FIN, foi significativa para ao menos um país em cada um dos setores analisados.

Assim, as variáveis analisadas foram significantes positivamente para uns setores e negativamente significantes em outros. Contudo, os direcionadores de valor TAM (80 sinais positivos), UKR (76 sinais negativos), END (35 sinais positivos) e Covid (34 sinais positivos), são predominantes em uma mesma direção, como evidenciado na **Tabela 14**.

Tabela 14 - Direção da Significância Estatística dos Direcionadores de Valor

Sinal	Covid		UKR		LUC		RISC		END		TAM	
	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)
COMU	4			9	4			2	5	2	10	
BCC	2	3		11	1	1		6	6		10	
BCNC	4			10	2	3	2	4	1	1	7	1
FIN	3			8			2		4		9	
SAUD	7			11		3	1	6	3	2	11	
TI	6	1		11	3	1		2	7	1	11	
BI	4	2		11	2	2	1	2	6	1	11	
MATB	4	2		5	2	2		1	3	1	11	
Total	34	8	0	76	14	12	6	23	35	8	80	1

Legenda: **LUC:** lucratividade; **RISC:** risco; **END:** endividamento; **TAM:** tamanho; **Covid:** ano de 2020, a pandemia; **UKR:** ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **COMU:** comunicações; **BCC:** bens de consumo cíclico; **BCNC:** bens de consumo não cíclico; **FIN:** financeiro; **SAUD:** saúde; **TI:** tecnologia da informação; **BI:** bens industriais; **MATB:** materiais básicos.

Então, a partir dessa análise detalhada em subamostras definidas pelos setores das empresas confirmou-se a hipótese H4 de que cada setor econômico detém um conjunto único de variáveis que influenciam o MVA® das empresas, independentemente do país de origem. Essas variáveis podem incluir não apenas fatores como a pandemia e conflitos geopolíticos, mas também características específicas das empresas que compõem o setor, como tamanho, o risco em relação ao mercado e o nível de endividamento. Afinal, essa compreensão personalizada é muito importante para uma avaliação integral do valor corporativo das empresas e para orientar estratégias eficazes de gestão e investimento em cada setor.

Outros fatores que podem influenciar o MVA® das empresas são as características institucionais de cada país. Elas influenciam a operação do seu mercado, o modo como reagem e absorvem crises, as decisões e consequentemente as variáveis direcionadoras do MVA® nos setores econômicos daquele país, pois estas características moldam a estrutura institucional que mantém o funcionamento da economia nacional. Desta forma, o subtópico a seguir delineia o perfil dos países do G20 com base em suas características institucionais e analisa a associação delas com os resultados identificados nos modelos de regressão que evidenciaram os direcionadores do MVA® de suas empresas.

4.4 Análise das Características Institucionais

4.4.1 Caracterização dos Países do G20

As particularidades de empresas dos países do G20 foram investigadas nos subtópicos anteriores e as análises dos resultados demonstraram comportamentos diversos entre eles, e as vezes contrários a “tendência” verificada para a maioria deles. Dado que o ambiente institucional em que as empresas operam desempenha um papel de grande importância em seu processo decisório, torna-se necessário, em uma análise que utiliza um conjunto de empresas em diferentes economias, analisar suas características institucionais, portanto, a **Tabela 15** apresenta características dos países do G20 relativas ao nível de mercado, a família jurídica e a adoção das normas internacionais de contabilidade.

Essa pormenorização dos países foi realizada com base em pesquisas publicadas e informações divulgadas pelos sites de instituições como a fundação IFRS e o *The World Bank*: (i) o nível de mercado foi atribuído com base em dados de Chen (2018), World Bank (2021), Abreu e Camargos (2022), Carvalho (2023) e Machado e Rovers (2023); (ii) o sistema legal foi definido de acordo com La Porta et al. (2008) e Vishny et al. (2019); e (iii) as informações relativas a adoção das normas IFRS a partir do site da *IFRS Foundation* (<https://www.ifrs.org/>).

Examinando a **Tabela 15**, caracterizam-se como países Desenvolvidos Alemanha, Austrália, Canadá, EUA, França, Itália, Japão e Reino Unido. Destes, os europeus e o Japão seguem o sistema legal *civil law*, em contrapartida àqueles que utilizam o idioma inglês seguem o sistema *common law*. Além disso, neste grupo, apenas Japão e os EUA não adotaram as normas IFRS. Entre àqueles que adotaram, somente o Canadá não iniciou a obrigatoriedade das IFRS para empresas nacionais de capital aberto em 2005, como os países que pertencem a União Europeia e o Reino Unido que na época ainda era membro do conjunto. O Canadá tornou obrigatória a adoção das IFRS a partir de 2011. Portanto, países desenvolvidos adotaram cedo as Normas Internacionais de Contabilidade, mesmo seguindo sistemas legais distintos, buscaram rapidamente os benefícios da harmonização contábil.

Tabela 15 - Características dos Países: Nível do Mercado, Sistema Legal e Adoção das Normas IFRS

País	Nível do Mercado	Sistema Legal	IFRS são exigidas para empresas nacionais de capital aberto	Data_IFRS
África do Sul	Emergente	<i>Commom Law</i>	Sim	2003
Alemanha	Desenvolvido	<i>Civil Law</i>	Sim	2005
Arábia Saudita	Emergente	<i>Civil Law</i>	Sim	2017
Argentina	Emergente	<i>Civil Law</i>	Sim	2012
Austrália	Desenvolvido	<i>Commom Law</i>	Sim	2005
Brasil	Emergente	<i>Civil Law</i>	Sim	2010
Canadá	Desenvolvido	<i>Commom Law</i>	Sim	2011
China	Emergente	<i>Civil Law</i>	Não	
Coréia do Sul	Emergente	<i>Civil Law</i>	Sim	2011
EUA	Desenvolvido	<i>Commom Law</i>	Não	
França	Desenvolvido	<i>Civil Law</i>	Sim	2005
Índia	Emergente	<i>Commom Law</i>	Não	
Indonésia	Emergente	<i>Civil Law</i>	Não	
Itália	Desenvolvido	<i>Civil Law</i>	Sim	2005
Japão	Desenvolvido	<i>Civil Law</i>	Não	
México	Emergente	<i>Civil Law</i>	Sim	2012
Reino Unido	Desenvolvido	<i>Commom Law</i>	Sim	2005
Rússia	Emergente	<i>Civil Law</i>	Sim	2012
Turquia	Emergente	<i>Civil Law</i>	Sim	2005

Nota: **Data_IFRS**: data que a IFRS se tornou obrigatória para empresas nacionais de capital aberto.

No que diz respeito aos países Emergentes, configuram-se como tal África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Brasil, China, Coréia do Sul, Índia, Indonésia, México, Rússia e Turquia; dos quais, somente a África do Sul, que é uma ex-colônia britânica, e a Índia seguem o sistema *common law* como sistema legal. No que tange a adesão as normas IFRS, apenas China, Índia e Indonésia ainda não adotaram, mas nos demais países a opção pela obrigatoriedade das normas contábeis aconteceu em diferentes períodos. A maior parte adotou entre os anos de 2010 e 2012 (Brasil, Coréia do Sul, Argentina, México e Rússia), no entanto, o primeiro país a admitir foi a África do Sul, que introduziu as normas IFRS as suas empresas antes mesmo dos países desenvolvidos do G20, aderindo-as em 2003. A Turquia reconheceu em 2005, e a Arábia Saudita foi o último país do grupo a adotá-las, a partir de 2017.

Além dessas características observou-se o nível da governança dos países. Para isso empregou-se os WGI - os indicadores de governança mundial, desenvolvidos por Kaufmann e Kraay (2023) e o *The World Bank* (2024). Esses indicadores propiciam a avaliação de padrões amplos nas percepções de governança entre países e ao longo do tempo. Também denominada de qualidade institucional, a governança dos países compreende os indicadores: voz e responsabilidade, estabilidade política e ausência de violência/terrorismo, eficácia do governo, qualidade regulatória, estado de direito, e controle da corrupção. Eles são avaliados pela classificação percentual que indica o nível do país entre todos os cobertos pelo indicador agregado, com 0 correspondendo à classificação mais baixa e 100 à mais alta.

A **Tabela 16** evidencia a mediana desses indicadores WGI no período de 2010 a 2022 para cada um dos países analisados. Para avaliar a qualidade da classificação atribuída aos países considerou-se a qualidade mensurada pelo indicador como “Alta” se os percentuais estão no quarto quartil ($75 < \text{alta} \leq 100$); “Moderada” percentuais presentes no terceiro quartil ($50 < \text{moderada} \leq 75$); “Abaixo da Média” percentuais presentes no segundo quartil ($25 < \text{abaixo da média} \leq 50$); e “Baixa” se os percentuais estão no primeiro quartil ($0 \leq \text{baixa} \leq 25$).

Verifica-se que em relação ao controle de corrupção (CC) que capta as percepções sobre a extensão em que o poder público é exercido para obter ganhos privados, incluindo formas pequenas e grandes de corrupção; predominantemente, os países desenvolvidos evidenciaram alta governança em nível de CC; somente a Itália caracterizou-se com governança moderada neste quesito. Dos países emergentes, África do Sul, Arábia Saudita e Coreia do Sul dispõe de controles moderados; Indonésia, Brasil, Argentina, Índia, China, e Turquia estão abaixo da média; e Rússia e México demonstraram baixa qualidade institucional em relação ao controle corrupção.

O indicador de eficácia do governo (EG) evidencia as percepções sobre a qualidade dos serviços públicos, o grau de sua independência e das pressões políticas, bem como a qualidade da formulação e implementação de políticas e a credibilidade do compromisso do governo com elas. Novamente os países desenvolvidos se destacaram com alta governança, eles apresentaram em sua maioria valores altos de EG, e a Itália também se demonstrou com uma governança moderada em relação a eficácia do governo. Entre os países emergentes a Coreia do Sul se destacou e foi o único a apresentar alta qualidade institucional no que tange a eficácia do seu governo; Rússia, Brasil e Argentina, nesta ordem, foram os países que evidenciaram menor

nível de EG, ou seja se caracterizam com baixa governança em relação aos serviços públicos. Indonésia, Turquia, México, Índia, África do Sul, Arábia Saudita e China acompanharam a Itália, e apresentaram governança moderada em relação a EG.

Tabela 16 - Características dos Países: WGI – Qualidade Institucional

País	CC	EG	EPAV	QR	ED	VR
África do Sul	54,29	57,14	39,15	60,00	55,71	68,97
Alemanha	94,31	91,43	68,57	94,23	92,02	95,07
Arábia Saudita	61,43	60,10	28,10	54,50	58,02	4,93
Argentina	43,60	49,52	47,17	26,54	34,29	62,80
Austrália	94,76	92,86	78,30	98,10	94,76	94,09
Brasil	40,00	43,81	33,96	47,62	46,67	61,08
Canadá	95,24	95,26	86,26	95,71	95,19	96,06
China	46,15	67,14	27,96	41,90	41,43	5,42
Coréia do Sul	70,95	82,78	60,66	82,38	83,81	70,44
EUA	88,10	90,48	59,05	90,48	90,48	81,77
França	87,68	88,10	56,60	84,83	88,46	86,89
Índia	43,81	56,87	14,76	41,43	53,05	60,10
Indonésia	36,67	51,44	27,36	51,92	40,48	51,72
Itália	61,43	67,62	58,96	74,41	62,86	78,16
Japão	90,95	92,86	83,49	88,57	89,42	80,19
México	19,52	54,76	22,64	58,57	30,95	45,63
Reino Unido	93,33	91,00	60,48	95,24	92,49	92,02
Rússia	17,31	41,43	20,85	34,76	22,54	19,25
Turquia	50,00	54,29	11,79	61,24	41,43	30,05

Legenda: **CC:** controle de corrupção; **EG:** eficácia do governo; **EPAV:** estabilidade política e ausência de violência/terrorismo; **QR:** qualidade regulatória; **ED:** estado de direito; **VR:** voz e responsabilidade.

Sobre a estabilidade política e ausência de violência/terrorismo (EPAV) que mede as percepções da probabilidade de instabilidade política e/ou violência com motivação política, inclusive terrorismo, os países desenvolvidos não se destacaram totalmente com alta qualidade, apenas Austrália, Japão e Canadá apresentaram esse tipo de estabilidade política com alta governança; os demais países desse grupo se caracterizaram com governança moderada: França, Itália, EUA, Reino Unido e Alemanha. A Coréia do Sul, apesar de considerada uma economia emergente, se qualificou com governança moderada neste indicador. Já com governança abaixo da média situaram-se Indonésia, China, Arábia Saudita, Brasil, África do Sul e Argentina. E, com baixa qualidade institucional relativa a EPAV encontraram-se a Turquia, Índia, Rússia e o México.

No que diz respeito a qualidade regulatória (QR), que mensura as percepções da capacidade do governo de formular e implementar políticas e regulamentações sólidas que permitam e promovam o desenvolvimento do setor privado; nenhum dos países analisados apresentou baixa governança neste indicador. Entretanto, apresentaram-se abaixo da média os países de economia emergente: Argentina, Rússia, Índia, China e Brasil; e com governança moderada os, também emergentes, Indonésia, Arábia Saudita, México, África do Sul e Turquia. Já a Coreia do Sul evidenciou alta governança em relação a qualidade regulatória. Dos países desenvolvidos, a Itália continuou a demonstrar-se como um país com indicadores de governança moderados; enquanto os demais elementos do grupo evidenciaram alta qualidade regulatória e elevado nível de governança, são eles França, Japão, EUA, Alemanha, Reino Unido, Canadá e Austrália.

O indicador estado de direito (ED) capta as percepções sobre até que ponto os agentes confiam nas regras da sociedade e as cumprem e, em particular, a qualidade do cumprimento dos contratos, dos direitos de propriedade, da polícia e dos tribunais, bem como a probabilidade de crime e violência. Unicamente a Rússia apresentou baixa governança neste indicador. Os países desenvolvidos, com exceção da Itália que se classifica com qualidade moderada, evidenciaram níveis alto de governança em relação ao ED. A Coreia do Sul também demonstrou alta confiança nas regras da sociedade e no seu cumprimento. Por outro lado, Índia, África do Sul e Arábia Saudita detêm qualidade moderada. Os demais países emergentes (México, Argentina, Indonésia, China, Turquia e Brasil) se qualificaram como abaixo da média nesse quesito.

Por fim, o indicador voz e responsabilidade (VR) evidencia as percepções da extensão em que os cidadãos de um país podem participar da seleção de seu governo, bem como a liberdade de expressão, a liberdade de associação e uma mídia livre. Todos os países desenvolvidos (Itália, Japão, EUA, França, Reino Unido, Austrália, Alemanha e Canadá) apresentaram alta qualidade institucional, demonstrando uma boa governança. No nível moderado de qualidade de VR encontraram-se Indonésia, Brasil, Índia, Argentina, África do Sul e Coreia do Sul; abaixo da média situaram-se a Turquia e o México; e com baixa voz e responsabilidade acharam-se Arábia Saudita, China e Rússia.

Em resumo, Austrália, Canadá e Japão se destacaram, com classificação alta em todos os quesitos de qualidade institucional, e, portanto, detêm uma boa governança. Com exceção da Itália que apresentou um nível geral de governança moderado, os demais países desenvolvidos,

preponderantemente, apresentaram-se com níveis altos de governança; unicamente nos indicadores de estabilidade política e ausência de violência/terrorismo as percepções deles foram classificadas como moderadas. De modo geral, eles apresentaram uma boa governança, que consiste em um dos fatores responsáveis pela sua classificação como desenvolvidos, pois a qualidade institucional é fundamental para o desenvolvimento dos países.

No que tange aos países emergentes, a Coreia do Sul foi único país que oscilou entre as dimensões de qualidade altas ou moderadas, em relação a CC, EPAV, e VR se apresentou como moderada, enquanto para EG, QR, ED, itens mais relacionados a qualidade dos serviços públicos, das normas e seu cumprimento o país demonstrou alta governança. Os demais países desse grupo oscilaram entre as classificações de qualidade moderada, abaixo da média e baixa. A Arábia Saudita, predominantemente, apresentou governança moderada nos indicadores, exceto para EPAV (abaixo da média) e VR (baixa); por fim, Brasil e Argentina se sobressairiam como abaixo da média, tendo governança moderada apenas no indicador VR.

Ademais, avaliou-se o Índice de Liberdade Econômica (ILE) dos países do G20. A **Tabela 17** apresenta os valores medianos alcançados por cada um durante o período de 2010 a 2022. De acordo com a fundação Heritage, cada uma das doze subcategorias do ILE é classificada numa escala de 0 a 100, de tal modo que a pontuação global de um país é obtida por meio da média destas doze subcategorias, sendo atribuído peso igual a cada uma. Quanto maior o valor, maior é a liberdade econômica. A fundação define a classificação dos valores de liberdade econômica como: (i) valor entre 80 e 100 caracteriza um país com ambiente econômico livre; (ii) de 70-70,9 um país com ambiente praticamente livre; (iii) de 60-69,9 ambiente moderadamente livre; (iv) de 50-59,9 o país apresenta um ambiente econômico quase não livre; e (v) de 0-49,9 a liberdade econômica é considerada como reprimida (*The Heritage Foundation*, 2024c).

Tabela 17 - Características dos Países: Índice de Liberdade Econômica*

País	PG	DP	IG	EJ	CT	GG	SF	LN	LT	LM	LC	LI	LF
África do Sul	62,3	50,0	45,4	58,4	69,1	68,4	63,3	69,7	58,9	75,2	76,1	45,0	60,0
Alemanha	73,5	90,0	80,0	76,7	60,9	41,3	91,3	88,2	50,6	81,2	87,0	85,0	70,0
Arábia Saudita	62,2	45,0	47,0	63,9	99,7	57,5	19,6	72,3	68,5	69,2	77,3	40,0	50,0
Argentina	50,4	20,0	33,5	45,1	66,8	52,8	35,7	57,3	46,5	59,6	68,8	45,0	30,0
Austrália	82,0	90,0	87,0	91,5	63,0	61,8	85,4	89,4	84,0	85,2	86,4	80,0	90,0
Brasil	55,6	50,0	37,9	50,7	69,9	54,1	5,6	57,9	52,3	75,5	69,3	50,0	50,0
Canadá	78,5	90,0	87,0	75,2	77,4	50,4	82,2	81,9	73,7	77,2	88,1	80,0	80,0
China	52,5	20,0	39,3	68,5	70,3	74,3	71,8	53,9	62,0	71,6	72,2	25,0	30,0
Coréia do Sul	71,7	75,0	55,0	62,2	72,5	69,7	96,8	91,1	51,1	82,0	73,0	70,0	70,0
EUA	76,0	81,3	74,0	77,4	68,3	54,7	53,2	87,5	91,4	77,2	86,6	75,0	70,0
França	63,9	80,0	69,7	72,0	48,8	4,5	62,9	81,2	46,1	79,1	82,1	70,0	70,0
Índia	54,6	55,0	38,0	55,1	78,7	77,8	13,2	47,6	48,7	70,0	69,4	35,0	40,0
Indonésia	59,4	30,0	34,0	47,1	83,4	89,9	89,8	54,8	49,3	75,5	78,6	40,0	60,0
Itália	62,2	55,0	43,0	58,2	55,5	25,3	69,7	71,9	52,0	83,2	87,0	80,0	60,0
Japão	72,4	80,0	78,0	73,5	68,2	52,5	52,5	81,8	79,8	86,7	82,3	70,0	60,0
México	65,5	50,0	32,0	37,3	76,1	78,3	80,6	70,7	58,6	76,5	81,4	70,0	60,0
Reino Unido	76,4	90,0	78,0	85,9	64,7	41,9	61,1	92,9	72,8	76,4	87,0	90,0	80,0
Rússia	52,1	25,0	28,0	44,5	85,8	62,3	96,1	72,2	55,8	65,1	74,6	25,0	30,0
Turquia	64,0	50,0	44,0	53,1	76,4	64,1	89,2	67,0	48,5	71,8	84,4	70,0	60,0

Nota: *os valores correspondem a média de cada indicador no período de 2010 a 2022, calculado para cada país.

Legenda: **PG:** pontuação geral; **DP:** direitos de propriedade; **IG:** integridade do governo; **EJ:** eficácia judicial; **GG:** gastos do governo; **CT:** carga tributária; **SF:** saúde fiscal; **LN:** liberdade de negócios; **LT:** liberdade trabalhista; **LM:** liberdade monetária; **LC:** liberdade de comércio; **LI:** liberdade de investimento; **LF:** liberdade financeira.

Avaliando a pontuação geral (PG) do ILE verifica-se que nenhum país do G20 apresenta liberdade econômica reprimida, porém, apenas um classifica-se como “livre”, a Austrália, que apresentou uma pontuação de 82. Dos demais países desenvolvidos, Alemanha, Canadá, EUA, Japão e Reino Unido se classificaram como ambientes econômicos “praticamente livres”; e a França e Itália situaram-se como “moderadamente livres”. Apesar dos países desenvolvidos apresentarem coeficientes maiores que 80 em várias das categorias que compõem a pontuação geral do ILE (direito de propriedade, liberdade de negócios, liberdade monetária, liberdade de comércio e liberdade de investimento), em outras categorias alcançaram valores abaixo de 60 e se configuraram como “moderadamente livres” ou “quase não livres” (carga tributária e saúde fiscal), e enfim, até como ambientes reprimidos (gastos do governo), o que prejudicou a pontuação geral de cada um deles.

Em relação aos países emergentes, apenas a Coreia do Sul retratou pontuação geral de liberdade econômica “praticamente livre”. O restante dos países emergentes apresenta ILE “moderadamente livre” (África do Sul, Arábia Saudita, México e Turquia) ou “quase não livre” (Argentina, Brasil, China, Índia, Indonésia e Rússia). As categorias que mais influenciaram nessa faixa de classificação dos países foram o direito à propriedade, integridade do governo, eficiência judicial e a liberdade de investimentos que, majoritariamente, classificaram-se como “categorias de liberdade reprimida”. Coreia do Sul, Indonésia, México, Rússia e Turquia conseguiram se destacar na categoria de saúde fiscal com índices acima de 80; já, África do Sul, China, Coreia do Sul, Indonésia, México e Turquia se destacaram com índices acima de 70 para Liberdade Monetária e Liberdade de Comércio.

Ademais, considerou-se também a Cultura Nacional dos países por meio da Dimensões Culturais de Hofstede (distância do poder, individualismo, motivação para realização e sucesso, evitar incertezas, orientação de longo prazo e indulgência). A **Tabela 18** apresenta essas dimensões e a nota atribuída para cada um dos países analisados. Salienta-se que não havia dados disponíveis para a Turquia, e que a nota de cada dimensão varia de 0 a 100, com 50 sendo o nível médio. A regra geral é que se uma pontuação for inferior a 50, a cultura representada pela dimensão terá uma pontuação relativamente baixa nessa escala, e se alguma pontuação for superior a 50, a cultura terá uma pontuação alta.

Analisando da dimensão do indicador de distância de poder (PDI) que se refere as diferentes soluções para o problema da desigualdade humana. Um $PDI > 50$ revela sociedades que aceitam

uma hierarquia rígida, tem como características comuns a autoridade e controle centralizado, com o poder sendo distribuído de forma desigual. Por outro lado, um $PDI < 50$ é característica das sociedades que valorizam a igualdade e a descentralização do poder, hierarquias mais fluidas e a comunicação entre poderes mais aberta. Observando os países, nesta dimensão, a Itália foi o único país que apresentou exatamente o nível médio, as desigualdades hierárquicas são aceitas, mas não de forma extrema, permitindo um equilíbrio entre autoridade e igualdade. África do Sul e Argentina apesar de estarem bem próximos da média, com nota 49, caracterizam-se com baixa distância de poder (poder descentralizado), assim como Alemanha, Reino Unido, Austrália, Canadá e EUA, ou seja, a estrutura hierárquica tende a ser mais plana, com maior valorização da igualdade e da participação individual nas decisões; já com alta distância de poder (poder centralizado) tem-se Japão, Coreia do Sul, França, Brasil, Arábia Saudita, Índia, Indonésia, China, México e Rússia configuram sociedades com maior aceitação de hierarquias bem definidas e desiguais em poder.

Tabela 18 - Características dos Países: Dimensões da Cultura Nacional

País	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO	IVR
África do Sul	49	23	63	49	18	63
Alemanha	35	79	66	65	57	40
Arábia Saudita	72	48	43	64	27	14
Argentina	49	51	56	86	29	62
Austrália	38	73	61	51	56	71
Brasil	69	36	49	76	28	59
Canadá	39	72	52	48	54	68
China	80	43	66	30	77	24
Coreia do Sul	60	58	39	85	86	29
EUA	40	60	62	46	50	68
França	68	74	43	86	60	48
Índia	77	24	56	40	51	26
Indonésia	78	5	46	48	29	38
Itália	50	53	70	75	39	30
Japão	54	62	95	92	100	42
México	81	34	69	82	23	97
Reino Unido	35	76	66	35	60	69
Rússia	93	46	36	95	58	20

Legenda: **PDI:** indicador de distância do poder; **IDV:** individualismo; **MAS:** motivação para realização e sucesso; **UAI:** Evitar Incertezas; **LTO:** orientação de longo prazo; **IVR:** indulgência.

Em relação a dimensão do individualismo (IDV) que é relacionada à integração de indivíduos em grupos primários, a interdependência que uma sociedade mantém entre membros. $IDV > 50$ caracteriza o país como individualista, em que a sociedade prefere uma estrutura social frouxa, prioriza a liberdade pessoal e a independência; as pessoas são mais focadas em seus interesses e nas necessidades de suas famílias imediatas. Já um $IDV < 50$ revela um país coletivista, em que a sociedade valoriza o grupo sobre o indivíduo, e a lealdade a grupos é altamente valorizada. No G20, nenhum país apresentou o nível médio, mas estiveram próximos Arábia Saudita (48), Argentina (51) e Itália (53), tendendo a equilibrar valores individuais e coletivistas. Alemanha, Austrália, Canadá, Coreia do Sul, EUA, França, Japão, Reino Unido se apresentaram como individualistas, isto é, tendem a focar nos direitos e responsabilidades do indivíduo, promovendo a liberdade pessoal e iniciativa individual. Por fim, situam-se como coletivistas, a Indonésia, que apresentou nota 5, o país mais coletivista do G20, além de África do Sul, Arábia Saudita, Índia, México, Brasil, China e Rússia, países que incentivam o trabalho em equipe, cooperação e o bem estar do grupo como um todo.

A dimensão de motivação para realização e sucesso (MAS) relaciona-se com os papéis emocionais dos indivíduos da sociedade. $MAS > 50$ indica preferência por realizações, assertividade e recompensas materiais pelo sucesso, valorizam a competitividade, o indivíduo é motivado por querer ser o melhor, se configurando como uma sociedade decisiva. $MAS < 50$ representa uma sociedade orientada para o consenso; relações interpessoais e bem-estar são prioridades, destacar-se na multidão não é admirável. Esta dimensão também não abarcou um país com nível médio, porém Brasil (49) e Canadá (52) se aproximaram. Os países decisivos que valorizam a assertividade, competitividade e conquistas individuais são Canadá, Argentina, Índia, Austrália, EUA, África do Sul, Alemanha, China, Reino Unido, México, Itália e Japão (que se destacou nessa dimensão, com nota 95). Já os países que são orientados para o consenso, valorizam a cooperação e se preocupam com as necessidades dos outros são Brasil, Indonésia, França, Arábia Saudita, Coreia do Sul e Rússia.

Sobre a dimensão de evitar incertezas (UAI) que expressa o grau em que os membros de uma sociedade se sentem desconfortáveis com incertezas e ambiguidades, $UAI > 50$ a sociedade apresenta menor grau de conforto com a incerteza e baixa tolerância para situações ambíguas ou desconhecidas; alta pontuação representa baixa tolerância, ou seja, apresenta regras e estruturas rígidas para evitar incerteza. $UAI < 50$ a sociedade dispõe de maior grau de conforto com a incerteza, os indivíduos são mais flexíveis, e aceitam riscos; baixa pontuação indica alta

tolerância. Nenhum país apresentou o nível médio, mas África do Sul (49) e Austrália (51) se aproximaram, tendem a aceitar algum grau de incerteza, mas mantêm estruturas para proporcionar estabilidade. Diferente das outras dimensões, grande parte dos países (onze deles) apresentam baixa tolerância a incerteza, principalmente, Rússia (95) e Japão (92), que foram acompanhados por França, Argentina, Coreia do Sul, México, Brasil, Itália, Alemanha, Arábia Saudita e Austrália, isto é, detêm muitas normas a fim de minimizar a imprevisibilidade. Os demais países apresentaram maior grau de tolerância a incerteza, mas a menor nota foram da China (30), Reino Unido (35) e Índia (40), seguidos de EUA, Canadá, Indonésia e África do Sul cada vez mais próximos do nível médio da dimensão, ou seja, tendem a se abrir as mudanças e inovações, e possuem menos regras e regulamentos.

A dimensão de orientação de longo prazo (LTO) relaciona-se com a escolha do foco dos esforços dos indivíduos para o longo prazo (futuro) ou o curto prazo (presente e passado). LTO>50 adotam uma abordagem mais pragmática, preferem o longo prazo; valorizam a perseverança, a economia e adaptação as mudanças; focam em resultados futuros. LTO<50 preferem o curto prazo, foca em resultado imediato e no passado; têm uma cultura muito normativa, pois preferem manter as tradições; e encaram as mudanças sociais com suspeita. Os EUA se configuraram como um país de nível médio em relação a orientação de longo prazo, em outras palavras, apreciam tanto o curto prazo como longo, a depender do contexto da decisão ou resultados. A Índia se caracteriza de modo semelhante aos EUA, pois apresentou valor próximo a média (LTO de 51). Os países que preferem resultado imediatos e o curto prazo, valorizam tradições e cumprimento das obrigações são África do Sul, México, Arábia Saudita, Brasil, Argentina, Indonésia e Itália. Já os que têm uma visão dos resultados futuros e preferem o longo prazo, valorizando a perseverança e resiliência são Canadá, Austrália, Alemanha, Rússia, França, Reino Unido, China, Coreia do Sul e Japão (que se destacou nessa dimensão e apresentou nota 100, definitivamente apresenta orientação para o longo prazo).

Por fim, a indulgência (IVR) relativa à gratificação *versus* controle dos desejos humanos básicos em relação ao aproveitamento da vida e a diversão; relaciona-se com capacidade de prorrogação da gratificação. IVR>50 caracteriza o país como indulgente; permite a gratificação livre de desejos e impulsos básicos; os indivíduos valorizam lazer e diversão. IVR<50 configura um país de cultura contida ou restrita, em que os indivíduos controlam a gratificação de desejos e regulam comportamentos por meio de normas sociais rígidas; visão mais cética e controlada da vida. O país com nota mais próxima do nível médio foi a França (48), isto é, tende a ser mais

equilibrada entre as escolhas, regula a gratificação, mas permite alguma satisfação. Àqueles que são considerados indulgentes, valorizam a diversão e satisfação imediata são o México, que tem uma nota de 97 (a prorrogação da gratificação não é um objetivo central no país), Austrália, Reino Unido, EUA, Canadá, África do Sul, Argentina e Brasil. Por outro lado, a Arábia Saudita é o país do G20 que mais se atém a prorrogação da gratificação, apresentou nota 14, seguido por Rússia, China, Índia, Coreia do Sul, Itália, Indonésia, Alemanha e Japão. São países mais restritivos, apresentam normas sociais mais rígidas que regulam a gratificação.

De modo geral, países Desenvolvidos, preponderantemente, apresentam baixa distância de poder, são individualistas, mais decisivos, detêm baixa tolerância a incerteza, preferem o longo prazo e focam em resultados futuros. Enquanto, países Emergentes, majoritariamente, demonstram-se com alta distância de poder, são coletivistas, dispõem de baixa tolerância a incerteza, são mais orientados para o consenso, preferem o curto prazo e focam em resultados imediatos. Contudo, em relação a prorrogação da gratificação não há uma predominância de comportamento em relação aos grupos de países.

4.4.2 Características Institucionais e os Direcionadores de Valor

Caracterizados os países do G20, neste subtópico analisa-se a relação entre essas qualidades institucionais apresentadas por eles e os resultados significativos alcançados nos modelos de regressão, os quais foram estimados e analisados com o propósito de avaliar a influência das crises recentes (pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia a Ucrânia) e de direcionadores contábeis de valor no MVA® das em empresas com dados disponíveis no período de 2010 a 2023. As **Figuras 22 e 23** evidenciam estas distinções institucionais e os sinais significativos dos modelos de regressão discutidos anteriormente.

País	Mercado	Sistema Legal	IFRS	ILE	WGI	Sinais significativos dos Modelos de Regressão						
						INTER	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM
África do Sul	Emergente	Commom Law	Sim	Moderadamente Livre	Moderada		-	-	+	-		+
Alemanha	Desenvolvido	Civil Law	Sim	Praticamente Livre	Alta		+	-		-		+
Arábia Saudita	Emergente	Civil Law	Sim	Moderadamente Livre	Moderada		+				+	
Argentina	Emergente	Civil Law	Sim	Quase não Livre	Abaixo da Média							
Austrália	Desenvolvido	Commom Law	Sim	Livre	Alta		+	-	-	+	+	+
Brasil	Emergente	Civil Law	Sim	Quase não Livre	Abaixo da Média			-			+	+
Canadá	Desenvolvido	Commom Law	Sim	Praticamente Livre	Alta		+	-	-	-	+	+
China	Emergente	Civil Law	Não	Quase não Livre	Abaixo da Média		-	-		-	-	+
Coréia do Sul	Emergente	Civil Law	Sim	Praticamente Livre	Alta		+	-				+
EUA	Desenvolvido	Commom Law	Não	Praticamente Livre	Alta		+	-	-	-	+	+
França	Desenvolvido	Civil Law	Sim	Moderadamente Livre	Alta			-		-	+	+
Índia	Emergente	Commom Law	Não	Quase não Livre	Abaixo da Média		-	+		-	+	
Indonésia	Emergente	Civil Law	Não	Quase não Livre	Abaixo da Média		-	-			+	+
Itália	Desenvolvido	Civil Law	Sim	Moderadamente Livre	Moderada		-	-		-	+	+
Japão	Desenvolvido	Civil Law	Não	Praticamente Livre	Alta	+	+	-		-	-	+
México	Emergente	Civil Law	Sim	Moderadamente Livre	Abaixo da Média				+		+	+
Reino Unido	Desenvolvido	Commom Law	Sim	Praticamente Livre	Alta		+	-		-	+	+
Rússia	Emergente	Civil Law	Sim	Quase não Livre	Baixa			+		+	+	+
Turquia	Emergente	Civil Law	Sim	Moderadamente Livre	Abaixo da Média		+	+	-	+	+	+

Figura 22 - Características Institucionais (inicial) *versus* Direcionadores de Valor

Legenda: ILE: índice de liberdade econômica; WGI: nível de governança; INTER: intercepto; Covid: ano de 2020, a pandemia; UKR: ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; LUC: lucratividade; RISC: risco; END: endividamento; TAM: tamanho.

País	Cultura Nacional						Sinais Significativos dos Modelos de Regressão							
	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO	IVR	INTER	Covid	UKR	LUC	RISC	END	TAM	
África do Sul	Poder Descentralizado	Coletivista	Decisivo e Competitivo	Alta Tolerância	Curto Prazo	Indulgente		-	-	+	-		+	
Alemanha	Poder Descentralizado	Individualista	Decisivo e Competitivo	Baixa Tolerância	Longo Prazo	Contido		+	-		-		+	
Arábia Saudita	Poder Centralizado	Coletivista	Orientado para o Consenso	Baixa Tolerância	Curto Prazo	Contido		+				+		
Argentina	Poder Descentralizado	Individualista	Decisivo e Competitivo	Baixa Tolerância	Curto Prazo	Indulgente								
Austrália	Poder Descentralizado	Individualista	Decisivo e Competitivo	Baixa Tolerância	Longo Prazo	Indulgente		+	-	-	+	+	+	
Brasil	Poder Centralizado	Coletivista	Orientado para o Consenso	Baixa Tolerância	Curto Prazo	Indulgente			-			+	+	
Canadá	Poder Descentralizado	Individualista	Decisivo e Competitivo	Alta Tolerância	Longo Prazo	Indulgente		+	-	-	-	+	+	
China	Poder Centralizado	Coletivista	Decisivo e Competitivo	Alta Tolerância	Longo Prazo	Contido		-	-		-	-	+	
Coréia do Sul	Poder Centralizado	Individualista	Orientado para o Consenso	Baixa Tolerância	Longo Prazo	Contido		+	-				+	
EUA	Poder Descentralizado	Individualista	Decisivo e Competitivo	Alta Tolerância	Médio	Indulgente		+	-	-	-	+	+	
França	Poder Centralizado	Individualista	Orientado para o Consenso	Baixa Tolerância	Longo Prazo	Contido			-		-	+	+	
Índia	Poder Centralizado	Coletivista	Decisivo e Competitivo	Alta Tolerância	Longo Prazo	Contido		-	+		-	+		
Indonésia	Poder Centralizado	Coletivista	Orientado para o Consenso	Alta Tolerância	Curto Prazo	Contido		-	-			+	+	
Itália	Médio	Individualista	Decisivo e Competitivo	Baixa Tolerância	Curto Prazo	Contido		-	-		-	+	+	
Japão	Poder Centralizado	Individualista	Decisivo e Competitivo	Baixa Tolerância	Longo Prazo	Contido	+	+	-		-	-	+	
México	Poder Centralizado	Coletivista	Decisivo e Competitivo	Baixa Tolerância	Curto Prazo	Indulgente				+		+	+	
Reino Unido	Poder Descentralizado	Individualista	Decisivo e Competitivo	Alta Tolerância	Longo Prazo	Indulgente		+	-		-	+	+	
Rússia	Poder Centralizado	Coletivista	Orientado para o Consenso	Baixa Tolerância	Longo Prazo	Contido			+		+	+	+	
Turquia								+	+	-	+	+	+	

Figura 23 - Características Institucionais (final) *versus* Direcionadores de Valor

Legenda: **PDI:** indicador de distância do poder; **IDV:** individualismo; **MAS:** motivação para realização e sucesso; **UAI:** Evitar Incertezas; **LTO:** orientação de longo prazo; **IVR:** indulgência; **INTER:** intercepto; **Covid:** ano de 2020, a pandemia; **UKR:** ano de 2022, a invasão russa à Ucrânia; **LUC:** lucratividade; **RISC:** risco; **END:** endividamento; **TAM:** tamanho.

Ao observar as **Figuras 22 e 23** constata-se, como já apontado em discussões e análises anteriores, que existem diferenças entre os países quanto aos direcionadores do valor corporativo no contexto das crises recentes. Os dados revelam que o TAM foi significativo para todos os países desenvolvidos, influenciando positivamente o MVA®, enquanto o conflito UKR, demonstrou-se negativamente associado a criação de valor das empresas. Esse conflito gerou instabilidade econômica e a necessidade de várias sanções como restrições financeiras e comerciais que provocaram perda de exportações e quebras de cadeias de suprimentos etc., o que pode ter contribuído para essa redução no valor nas empresas dos países desenvolvido no ano de 2022.

Por sua vez, o contexto da Covid foi um período em que as empresas de seis dos países desenvolvidos (Alemanha, Austrália, Canadá, EUA, Japão e Reino Unido) geraram valor, pois a variável apresentou efeito positivo sobre o MVA®; mas para empresas da Itália os efeitos dessa crise foram negativos. As sociedades nos seis países, preponderantemente, são individualistas, competitivas e assertivas; os indivíduos não se sentem confortáveis com o risco e a incerteza, buscando à medida que podem resultados futuros; em distância do poder possuem uma comunicação mais aberta e as hierarquias mais fluidas; ademais detêm índices de governança altos; ambientes econômicos praticamente livres. Características que asseguram mercados mais estáveis e com uma infraestrutura robusta, e que permitiram mitigar os efeitos da pandemia. Como observado nas subamostras setoriais, as empresas do setor de Saúde e TI, devido à grande demanda pelos produtos e serviços, foram as que mais conseguiram gerar valor durante a crise. As estruturas econômica e de governança contribuíram para o incremento no valor das empresas em 2020, contradizendo o comportamento esperado diante de crises.

O nível de END e o RISC, predominantemente, demonstraram influências positivas e negativas no MVA® das empresas, nesta ordem. Ao passo que à medida que elas se tornam menos endividadas e mais arriscadas o seu valor tender a cair. Em relação ao nível de endividamento, somente o Japão revelou influência negativa do END no MVA® de suas empresas. O mercado japonês se caracteriza como desenvolvido, com uma economia praticamente livre e um alto nível de governança, além de fortes regulações ligadas a transparência; os indivíduos se caracterizam pela baixa tolerância a incertezas e a preferência pelo longo prazo, de modo que tende a valorizar regras e estruturas rígidas para enfrentar riscos e manter uma abordagem mais práticas, valorizando empresas menos arriscadas e desvalorizando empresas com altas dívidas, priorizando a estabilidade financeira. Por outro lado, apenas na Austrália o RISC apresentou

influência significativa positivamente sobre o MVA®. Este foi o único país que apresentou um ambiente econômico livre, e como também se caracteriza como um país pouco tolerante a incertezas e ambiguidades, a gestão de risco se mostrou eficiente, pois foi capaz de gerar valor.

Afinal, a LUC foi significativa estatisticamente somente em três países, Austrália, Canadá e EUA, com influência negativa. Em relação a predominância do grupo, esses países convergem em relação ao nível de governança (alta) e a deterem um ambiente econômico praticamente livre, mas se alternam com a tolerância a incertezas e a tendência vislumbrar o futuro, que depende do contexto e das mudanças. Eles ainda são reconhecidos como individualistas, competitivos e indulgentes, em outros termos, suas sociedades tendem a priorizar a independência e a liberdade pessoal, com os indivíduos sendo motivados por quererem o seu melhor, flexibilidades e gratificações sem controle rígido. O que afetou a gestão e decisões das empresas, pois tiveram dificuldade para converter lucro em valor.

No que concerne aos países Emergentes, analisando a ligação dos atributos institucionais nacionais com os sinais identificados para cada país em relação as *proxies* de crises e econômico-financeiras frente ao valor de suas empresas, assim como para os países desenvolvidos, a variável TAM se confirma como um importante direcionador de valor corporativo, apresentando significância positiva em oito dos onze países emergentes analisados. Tal como discutido nos modelos anteriores e nas subamostras dos setores, essa proxy demonstrou-se fundamental nas análises do que direciona o valor de uma empresa. Ela só não foi significativa estatisticamente para empresas da Arábia Saudita, Argentina e Índia.

Diferentemente dos países desenvolvidos, o conflito UKR não demonstrou impacto homogêneo, os sinais significativos seguem direções opostas na associação com a geração de MVA® das empresas dos países emergentes. Índia, Rússia e Turquia apresentaram sinal positivo, e os demais países, com ressalva para empresas da Arábia Saudita, Argentina e México em que a UKR não evidenciou significância estatística, sofreram influência negativa dos efeitos desse conflito geopolítico na criação de valor. Os mercados da Índia, Rússia e Turquia, predominantemente, caracterizam-se por níveis baixos de governança, assim como quase não dispõem de um ambiente econômico livre. Culturalmente, na Índia e na Rússia a distância de poder é alta, com estruturas de hierarquia rígidas e aceitação da autoridade; eles são países que valorizam o coletivo, com preferência pelo planejamento estratégico (longo prazo) e controle rigoroso, aceitando a prorrogação da gratificação. Porém, Índia é uma país decisivo e

competitivo, com alta tolerância ao risco; enquanto a Rússia é orientada para o consenso e tem baixa tolerância a incertezas.

Essas particularidades favoreceram um ambiente propício para decisões rápidas e adaptação a mudanças nestes países, o que pode ter contribuído para a realização de movimentações ágeis e oportunas no reposicionamento de suas operações comerciais, bem como para ajuste nas políticas e mudanças econômicas, beneficiando a criação de valor pelas empresas durante o conflito UKR. No caso da Turquia, não havia dados disponíveis para análise dos fatores culturais. Nos demais países emergentes a influência negativa do período de conflito UKR na geração de MVA®, se justifica devido à incerteza e instabilidade econômica gerada, bem como devido a alterações nas relações comerciais (exportação de petróleo e *commodities*, e interrupções de cadeia de suprimentos, etc.) que combinados à baixa governança e ao contexto de quase não liberdade econômica desses países contribuíram para redução no valor nas empresas em 2022.

Sobre a Covid, as empresas da Arábia Saudita, Coréia do Sul e Turquia se alinharam as dos países desenvolvidos e conseguiram gerar valor durante essa crise em 2020. Entretanto, as características institucionais desses dois grupos são divergentes, os países emergentes não possuem as qualidades de governança e liberdade econômica tal como as que mantiveram a infraestrutura robusta e os mercados estáveis nos países desenvolvidos; contrariamente, os países emergentes detêm níveis diferentes de liberdade econômica e de governança entre si. Esses três países alternam entre ambientes econômicos moderadamente livres (Arábia Saudita e Turquia) e praticamente livres (Coréia do Sul), e também em níveis de governança: alta (Coréia do Sul), moderada (Arábia Saudita) e abaixo da média (Turquia). E devido aos fatores culturais de orientação para o consenso, controle sobre capacidade de prorrogação da gratificação, baixa tolerância a situações desconhecidas, a Arábia Saudita e a Coréia do Sul possuem regras e estruturas rígidas para evitar incertezas, que junto com o controle centralizado contribuíram para rápidas decisões e adaptações as mudanças, e o consequente efeito positivo da Covid sobre a criação de MVA® pelas empresas.

Já no caso da África do Sul, China, Índia e Indonésia, a variável Covid-19 associou-se negativamente com a geração de MVA® das empresas. Esses países, majoritariamente, detêm níveis de governança abaixo da média e ambientes econômicos quase sem liberdade. Precisamente no que tange as categorias da liberdade econômica, classificam-se como

reprimidos em direito de propriedade e integridade do governo; a Indonésia é reprimida em eficácia judicial e a China é moderada. Aspectos que, de modo geral, resultam em desafios de gestão empresarial e de performance para as empresas, pois nesses países a falta de integridade do governo reduz a confiança pública e a vitalidade econômica, aumentando os custos de atividade. Especialmente para os países em desenvolvimento, a eficácia judicial pode ser a área da liberdade econômica mais importante para estabelecer as bases do crescimento econômico (*The Heritage Foundation*, 2024a; 2024b). Portanto, os efeitos do período da pandemia de Covid-19 nesses países, contribuíram para a redução do valor corporativo de suas empresas.

Assim como nos países desenvolvidos, o nível de END e o RISC apresentaram comportamentos contrários (negativos e positivos) sobre o MVA® de empresas dos países emergentes. Somente na China o a variável END apresentou-se estaticamente significativa com sinal negativo, de modo que à medida que as empresas se tornaram mais endividadas menor foi o seu valor corporativo. Por outro lado, o END influenciou positivamente o valor das empresas da Arábia Saudita, Brasil, Índia, Indonésia, México, Rússia e Turquia, que se caracterizam por níveis de governança abaixo da média e ambiente econômico quase sem liberdade; além de serem, em sua maioria, coletivistas, orientados para o consenso, contidos em relação a gratificação, pouco tolerantes com incertezas, focados em resultados imediatos e sujeitos a uma cultura normativa com o controle centralizado. Portanto, as regras e estruturas rígidas de controle de incertezas e riscos, aliadas a valorização e preocupação com o coletivo, favoreceram gestão eficiente do capital de terceiros adquirido, resultando na geração de valor pelas empresas. No caso da Turquia, cuja cultura nacional não pode ser analisada devido à ausência de dados, a justificativa pode ser semelhante, considerando que, assim como esses países, ela apresenta governança abaixo da média e liberdade econômica quase não livre. Ademais, END não foi estatisticamente significativo para empresas da África do Sul, Argentina e Coréia do Sul.

O RISC afetou positivamente o MVA® de empresas da Rússia e Turquia, cujos aspectos institucionais revelam baixo nível de governança e ambiente econômico quase sem liberdade. A Rússia tem baixa tolerância a incerteza, enquanto para Turquia não há dados, porém o ambiente instável, as flutuações políticas e econômicas podem ter levado as empresas dos países a correrem mais riscos, com gestão mais rigorosas, alcançando resultados positivos refletidos no valor. Já para África do Sul, China e Índia o risco influenciou negativamente o MVA® das empresas. Estes países tendem a ser coletivistas, com poder centralizado e alta tolerância a ambiguidades e incertezas. China e Índia quase não detêm um ambiente econômico livre e

apresentam governança abaixo da média, são contidos em relação a gratificação, e preferem o longo prazo; enquanto a África do Sul se caracteriza por níveis moderados de governança e de liberdade econômica, tendência ao curto prazo e indulgência em relação a gratificação. Nesse contexto, o baixo nível de governança e de liberdade econômica gera um ambiente com problemas regulatórios e operacionais que prejudicam a gestão das empresas. Além disso, a prioridade de decisões em prol do grupo tende a reduzir a flexibilidade e agilidade das empresas para responder de forma rápida a alterações de mercado. Já a alta tolerância com incertezas pode gerar uma menor aversão a riscos, ocasionando a realização de investimentos incertos ou incremento de dívidas prejudiciais. Peculiaridades que afetaram o RISC das empresas, e consequentemente a geração de valor, de forma negativa.

Por fim, a LUC apresentou efeito significativo e positivo sobre o valor de empresas na África do Sul e no México, mas exerceu influência negativa no valor de empresas da Turquia. Nos casos de efeito positivo, predominam características como a liberdade econômica moderada, coletivismo, indulgência em relação a gratificação, competitividade e preferência por resultados imediatos. Fatores que configuram um ambiente favorável ao crescimento das empresas: a competitividade criou condições para cooperação e geração de resultados, enquanto a preferência por resultados imediatos e a indulgência promoveram investimentos e práticas que maximizaram os lucros no curto prazo, convertendo a lucratividade das empresas em valor. No caso da Turquia, onde o impacto foi negativo, destacam-se níveis abaixo da média de governança e liberdade econômica moderada, que geram limitações quanto ao posicionamento das empresas no mercado, devido a ineficiências regulatórias e operacionais. Problemas que prejudicaram a gestão e a capacidade de converter lucro em valor.

Em suma, a análise das características institucionais dos países, combinada com os resultados estatisticamente significativos obtidos nos modelos de regressão que analisaram o impacto das crises e dos direcionadores tradicionais no MVA® de empresas do G20, buscou elucidar as diferentes conclusões observadas em cada análise. Mas, sobretudo revelou a complexidade e a interligação dos fatores que direcionam o valor corporativo em contextos e ambientes institucionais diversos. Concluiu-se que mesmo em momentos e ambientes adversos, as empresas têm capacidade de adaptar sua gestão e operação para enfrentá-los e alcançar seu principal propósito, gerar riqueza para seus acionistas. Portanto, uma abordagem integrada, considerando aspectos organizacionais, ambientais, econômicos e institucionais, proporciona uma análise mais completa e precisa da realidade das empresas e dos países.

5 DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

Tal como destacado anteriormente, as investigações sobre o valor corporativo das empresas frequentemente se concentram em características internas e específicas das empresas, negligenciando o ambiente e o contexto em que elas estão inseridas. Dada essa lacuna, a pesquisa apresentada nesta Tese buscou entender como se comporta o valor corporativo das empresas em contextos de crises, integrando às análises direcionadores de valor tradicionais e os ambientes de incertezas econômica e geopolítica recentes. Além disso, optou-se por trabalhar com empresas de diferentes economias e ambientes institucionais, presentes em mercados dos países membros do G20, o principal fórum de cooperação econômica internacional, para incorporar assim, a perspectiva do “ambiente institucional” ao problema de pesquisa.

Analizando os resultados de forma conjunta, constatou-se que tal como as crises, Covid e UKR, as variáveis tradicionais direcionadoras do MVA® observadas (TAM, END, LUC e RISC) foram significativas para explicar esse fenômeno nas empresas independentemente do país de origem. As relações encontradas foram estatisticamente significativas com impactos positivos e negativos.

No que tange ao contexto crise, as empresas da Alemanha, Austrália, Canadá, EUA, Japão e Reino Unido tenderam a gerar valor durante a pandemia de Covid-19. Esses países, em sua maioria, são individualistas, indulgentes, competitivos e assertivos, detêm índices de governança altos, e ambientes econômicos praticamente livres; ou seja, infraestruturas robustas que mitigaram a influência da pandemia. Os países emergentes, Arábia Saudita, Coreia do Sul e Turquia, apesar de características distintas, se alinharam a esses países desenvolvidos e também apresentaram associação positiva do período de crise em 2020 com a criação de valor pelas empresas analisadas.

Por outro lado, na Itália (desenvolvido), e nos países emergentes África do Sul, China, Índia e Indonésia, o período da pandemia de Covid-19 influenciou negativamente a criação de MVA® das empresas, tal como nos estudos que consideraram o contexto da pandemia: (i) Mulyaningsih et al. (2021), que observaram dificuldades financeiras em empresas da Indonésia; (ii) Achim et al. (2022), que constataram uma redução do lucro de empresas na Romênia; e, por fim com (iii) Cardillo et al. (2023), que analisaram países europeus da UE-14, Erdem (2020), que investigou 75 países, e Ding et al. (2021) que investigaram 61 economias, e detectaram um desempenho

inferior nos mercados de ações à medida que o número de casos confirmados de Covid-19 aumentava.

A África do Sul, China, Índia e Indonésia, são países reprimidos em integridade do governo e liberdade de investimentos, o que gera desafios de gestão empresarial e de performance para as empresas, e pode explicar a dificuldade enfrentada por elas diante da pandemia. Já a Itália que também é reprimida em relação a integridade do governo, ainda sofre com os gastos do governo. Resultados que coadunam com Mulyaningsih et al. (2021), que além da Malásia também investigaram empresas na Indonésia, e constataram que apesar das intervenções do governo para aliviar os efeitos da pandemia as empresas ainda dependeram de dívidas para sustentar suas operações devido à falta de financiamento interno proveniente de lucros acumulados, o que aumentou a dificuldade financeira delas. Como percebido por Cardillo et al. (2023), os investidores podem não ter acolhido com agrado o rigor e as medidas econômicas adotadas, o que afetou negativamente o desempenho dos mercados de ações.

Enfim, a invasão russa à Ucrânia influenciou negativamente a geração de MVA® das empresas de todos os países desenvolvidos. A instabilidade econômica e as restrições financeiras e comerciais resultaram em perda de exportações e quebras de cadeias de suprimentos etc. Nos países emergentes Índia, Rússia e Turquia, as empresas conseguiram gerar valor, apesar de não desfrutarem de níveis altos de governança e quase não apresentarem um ambiente econômico livre, a capacidade de adaptação e a medidas rigorosas de gestão do risco, pode ter contribuído para a realização de movimentações ágeis e oportunas no reposicionamento de suas operações comerciais, bem como de ajuste nas políticas e mudanças econômicas, o que beneficiou a criação de valor nesses países durante o conflito UKR. Nos demais países emergentes, com exceção da Arábia Saudita, Argentina e México que não apresentaram significância estatística, a influência foi negativa e se justifica devido à incerteza e instabilidade econômica gerada, bem como devido a alterações nas relações comerciais (exportação de petróleo e commodities, e interrupções de cadeia de suprimentos, etc.) que combinados à baixa governança e ao contexto de quase não liberdade econômica provocaram redução no valor nas empresas em 2022.

De modo geral, esses deslocamentos do valor das empresas, com exceção daqueles da Índia, Rússia e Turquia, coadunam com os resultados encontrados por Bougias et al. (2022), que analisaram empresas europeias durante a guerra e observaram que a exposição da receita à Rússia é um fator de precificação estatisticamente significativo dos retornos de ativos e ações,

afetando-os negativamente, devido a uma redução nas receitas futuras esperadas para as empresas e um aumento nos prêmios de risco de inadimplência e volatilidade após o início das ações militares. Considerando especificamente o G20, os resultados conciliam em parte com os encontrados por Yousaf et al. (2022), que demonstraram que a Rússia, obviamente, foi um dos primeiros países a reagir em antecipação às ações militares na Ucrânia, apresentando retornos negativos já nos dias pré-evento, enquanto os mercados de ações da Austrália, França, Alemanha, Índia, Itália, Japão, Romênia, África do Sul, Espanha e Turquia foram afetados negativamente nos dias pós-invasão. E diverge para o efeito verificado especialmente para Rússia, possivelmente pelo período considerado em cada análise.

Em suma, os achados relativos a esse conflito geopolítico se assemelham com os encontrados por Abbsassi et al. (2023), que analisaram índices do mercado de ações do G7 (Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e EUA, países que também fazem parte do G20) e detectaram que empresas do Japão, do Reino Unido e da Alemanha sofreram efeitos negativos do evento, assim como nesta pesquisa. Mas, observara que empresas do Canadá e da Itália enfrentaram efeitos positivos, enquanto para França e EUA não houve significância estatística. Abbassi et al. (2023) consideraram os efeitos da invasão russa à Ucrânia ocorridos dentro de uma janela entre março de 2021 e março de 2022, o que pode explicar a diferença entre os achados desse estudo e da presente pesquisa. Mas, ambos apresentam evidências de influência do conflito no desempenho de empresas.

Observando os resultados relativos as variáveis econômico-financeiras, a começar pelo TAM que tende a refletir a força competitiva da empresa e seu poder de permanência no mercado, verificou-se que essa variável influenciou positivamente o valor das empresas na maioria dos países, refletindo como organizações de maior porte tendem a ser competitivas e permanecerem no mercado, assim como verificado por Achim et al. (2022) e Cardillo et al. (2023). Porém, para empresas da Arábia Saudita, Argentina e Índia, a referida variável não apresentou efeito significativo.

A LUC, por sua vez, foi a variável com menor número de sinais significativos. Na Austrália, Canadá, EUA e Turquia, observou-se que um maior nível de LUC reduziu a capacidade de criar valor, revelando a dificuldade de converter lucros em valor de mercado. Os países desenvolvidos compartilham aspectos de alta governança alta, um ambiente econômico praticamente livre, o individualismo e a indulgência, mas divergem em aspectos culturais

relativos tolerância à incerteza e tendência ao longo prazo. Austrália e Canadá adotam as normas IFRS, enquanto EUA seguem o USGAAP, o que influencia a forma como a lucratividade é avaliada e reportada. Em contraste, na África do Sul e no México, corroborando com os achados de Al-Omari et al. (2024), a variável LUC teve efeito positivo sobre o MVA®. Destaca-se que, nesses países, observou-se uma liberdade econômica moderada, o coletivismo, a indulgência, a baixa tolerância a incertezas e a preferência por resultados imediatos, que propiciaram um ambiente favorável ao crescimento, e o alcance de resultados positivos no curto prazo.

Já o RISC apresentou influência positiva sobre o MVA® na Austrália, um país considerado de economia livre, baixa tolerância a incertezas e ambiguidades, em que a gestão de risco se mostra eficiente, pois foi capaz de gerar valor, assim como no estudo de Pandey (2005). Esse comportamento também foi observado nos países emergentes Rússia e Turquia. A Rússia tem baixa tolerância a ambiguidades e mudanças, enquanto para Turquia não havia dados, porém a gestão rigorosa de riscos proporcionou resultados positivos. Nos países desenvolvidos, Alemanha, Canadá, EUA, França, Itália, Japão e Reino Unido, o risco afetou negativamente as empresas, refletindo problemas operacionais e de gestão de risco, mesmo em ambientes de alta governança e economia praticamente livre. Comportamento refletido na África do Sul, que também foi afetada negativamente, e seguido pela China e a Índia, todos emergentes. Esses dois quase não detêm um ambiente econômico livre e apresentam governança abaixo da média, são competitivos e decisivos, além de coletivistas, contidos em relação a gratificações, e preferem o longo prazo. Na África do Sul os níveis de governança e liberdade econômica são moderados, apresentam maior indulgência e preferência pelo curto prazo. Essas condições criam um ambiente de desafios de gestão e inserção no mercado, aspectos que limitam estratégias e os investimentos das empresas. Desta forma, esses resultados se alinham a Santos et al. (2021), que observaram que a volatilidade tende a reduzir o valor à medida que a empresa se torna mais arriscada.

Por sua vez, a variável END demonstrou efeito negativo sobre o MVA® em países desenvolvidos apenas no Japão, que tem alta governança, economia praticamente livre, e sua cultura nacional o caracteriza como decisivo e competitivo, com tendência ao longo prazo e baixa tolerância a incerteza. Nos países emergentes, somente na China o crescimento do endividamento das empresas também reduziu o MVA®. A gestão do capital e o risco assumido podem ter influenciando o valor nos dois grupos, revelando dificuldades de conversão de

recursos captados em valor de mercado. Por outro lado, assim como Achim et al. (2022), que observaram que o END é um mecanismo que impulsiona a gestão a contribuir para o aumento do valor da empresa, pois quanto maior o seu valor, maior o seu poder e remuneração; e Pandey (2005) que considerou a alavancagem como *proxy* do risco financeiro da empresa, essa variável influenciou positivamente empresas na Austrália, Canadá, EUA, França, Itália, Reino Unido, Arábia Saudita, Brasil, Índia, Indonésia, México, Rússia e Turquia. Esses países, apesar das diferentes características (mercado, sistema legal, governança, liberdade econômica e fatores culturais), demonstraram uma boa gestão para financiar investimentos que impulsionaram o crescimento e a criação de valor com o incremento do endividamento.

Portanto, as divergências observadas entre os países nos modelos de regressão podem ser explicadas pelos efeitos das estratégias políticas e econômicas tomadas por cada um para o enfrentamento das crises recentes, bem como devido as características e estruturas institucionais específicas.

Ademais, observou-se também os efeitos dos setores econômicos no MVA® das empresas. Buscou-se identificar se cada setor econômico dispõe de um conjunto único de direcionadores de valor, ou seja, variáveis exclusivas e significantes na geração de MVA® para o acionista para uma categoria específica de empresas. Os resultados indicaram que o Tamanho das empresas deve ser incluído em todas as amostras que examinam os direcionadores de valor; e que as análises devem considerar o contexto de crises. Esses achados corroboram com Hall (2018) quanto ao fato de que são poucas as evidências de que uma determinada variável independente deva ser excluída das análises. E, com o referido autor, as variáveis analisadas foram significantes positivamente para uns setores e negativamente significantes em outros.

Avaliando os comportamentos específicos de alguns dos países em relação ao setor das empresas, como o caso da Austrália em que basicamente, nos períodos de crise (Covid e UKR) as empresas tenderam a gerar valor em todos os setores, sendo exceção apenas o setor de MATB que não apresentou influência significativa estatisticamente da UKR sobre o MVA® das empresas australianas. Este país contou com um ambiente econômico resiliente durante a pandemia em virtude da rápida efetivação de políticas de saúde pública e econômicas. Já o conflito geopolítico provocou incertezas globais e suspensão de fornecimento de recursos essenciais e a volatilidade de seus preços, impactando diretamente os setores sujeitos ao comércio global.

Sobre o efeito da pandemia de Covid-19 nos setores, devido à exigência de atividades remotas, surgiu a necessidade de avanços rápidos em pesquisas e desenvolvimento, além disso também teve incremento na demanda de alimentos, produtos de limpeza, higiene e medicamentos, bem como a criação de políticas governamentais de estímulo econômico, e a adaptação rápida aos eventos, uma junção de fatores que podem ter contribuído para o incremento do valor das empresas em alguns países como aconteceu para a Austrália em todos os setores investigados. A Coreia do Sul, que foi destaque na gestão da crise sanitária e, é uma das nações mais avançadas em tecnologia demonstrou também associação positiva da Covid-19 com a criação de valor nas empresas dos setores de COMU, BCC, FIN, SAUD, TI, BI e MATB. Em outros países, o efeito positivo da pandemia ocorreu em setores específicos: (a) Japão – BCNC, SAUD, TI, BI e MATB; (b) Canadá – BCNC, SAUD, TI e MATB; e (c) EUA – FIN, SAUD, TI e BI.

Portanto, ainda que o período da pandemia considerado não tenha apresentando majoritariamente efeito positivo sobre o setor de Comunicações, no setor de TI, as empresas da maioria dos países analisados conseguiram gerar valor, assim com identificado por Ramelli e Wagner (2020), que analisaram a reações dos preços das ações a pandemia e observaram que o setor das telecomunicações teve um desempenho relativamente bom, uma vez que a procura de serviços de apoio ao trabalho em casa disparou. Achado que também coaduna com Mazur et al. (2021), que identificaram retornos positivos para os setores de software e tecnologia durante o evento em empresas dos EUA. Destarte, tal como no caso da Austrália, Canadá, Coreia do Sul, EUA, França, Japão e Reino Unido, em sua pesquisa Mazur et al. (2021) observaram a influência positiva dos efeitos da pandemia em empresas do setor de Saúde, que igualmente se deve ao crescimento exponencial da demanda de serviços e produtos deste setor.

Finalmente, a análise das características institucionais dos países, aliada os resultados estatisticamente significativos dos modelos de regressão, estimados e analisados com o propósito de avaliar a influência das crises recentes (pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia a Ucrânia) e dos direcionadores tradicionais de valor no MVA® das em empresas do G20, bem como a segmentação da amostra em setores, buscou elucidar as diferenças nas conclusões observadas. Essa abordagem evidenciou a complexidade e a interligação dos fatores que direcionam o valor corporativo em contextos e ambientes institucionais diversos. Ademais, constatou-se que, mesmo em cenários e ambientes adversos, as empresas demonstram capacidade de adaptar suas operações e gestão, reafirmando sua aptidão para enfrentar adversidades e realizar seu principal propósito: gerar riqueza para seus acionistas.

Assim, a Tese realizou uma ampla análise das dinâmicas do MVA®, demonstrando o papel de seus direcionadores na geração de riqueza para os acionistas, especialmente em períodos de crise. Esta abordagem contribui significativamente para a literatura de Contabilidade e Finanças, fornecendo novas evidências e fortalecendo a GBV como uma base teórica para análise e discussão do valor corporativo.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo de “analisar o MVA® de empresas do G20 entre os anos de 2010 a 2023, considerando o contexto das crises recentes (pandemia de Covid-19 e invasão da Rússia à Ucrânia)”, foi concretizado por meio de uma visão ampla e integrada, que observou aspectos organizacionais, ambientais, econômicos e institucionais, e evidenciou a complexidade e interconexão dos fatores que influenciam o valor corporativo, especialmente em períodos de crises, apresentando resultados mais completos e precisos da realidade das empresas e dos países. A realização desse objetivo ocorreu por meio de etapas, o alcance dos objetivos específicos. Primeiramente (a) identificou-se as variáveis direcionadoras do MVA® de empresas dos países membros do G20. A partir de uma revisão narrativa da literatura conheceu-se as variáveis econômico-financeiras anteriormente associadas ao MVA® e selecionou-se as *proxies* lucratividade, endividamento, risco e tamanho das empresas para investigação de sua influência sobre o valor. Para isso, empregou a estatística descritiva e análise de correlação que forneceu uma visão geral dos dados; e por fim estimou-se os modelos de regressão com dados em painel que evidenciaram os direcionadores tradicionais do valor corporativo em cada país do G20 analisado, e validaram a hipótese de pesquisa H1 de que *as variáveis econômico-financeiras, direcionadoras tradicionais do MVA®, são significantes para explicar esse fenômeno nas empresas independentemente do país de origem.*

Em sequência, (b) avaliou-se a relação entre a crise recente da pandemia de Covid-19 e o MVA® de empresas do G20. Para tanto, definiu-se como *proxies* de crise a variável *dummy* Covid que representou o ano central de ocorrência da pandemia de Covid-19, o ano 2020 assumiu valor igual a 1, e 0 caso contrário. Essa *dummy* foi incorporada aos modelos de regressão com dados em painel junto com as variáveis econômico-financeiras para observar a influência dessa crise no MVA® de empresas do G20. Testou-se e confirmou-se a hipótese de pesquisa H2 de que *a crise recente de pandemia de Covid-19 teve efeito significativo para explicar o MVA® de empresas do G20.*

De modo semelhante, para (c) avaliar a relação entre a crise recente da invasão da Rússia à Ucrânia e o MVA® de empresas do G20; estabeleceu-se como *proxy* desse evento a variável *dummy* UKR que informou o ano principal de acontecimento dessa crise, o ano de 2022 assumiu valor igual 1, e 0 caso contrário. Essa variável foi adicionada aos modelos de regressão com dados em painel em conjunto com as variáveis econômico-financeiras para analisar a influência

dessa crise no MVA® de empresa do G20. Apreciou-se e ratificou-se a hipótese de pesquisa H3 de que *a crise recente de invasão Russa a Ucrânia teve efeito significativo para explicar o MVA® de empresas do G20*.

Por conseguinte, a fim de (d) examinar a relação entre os setores econômicos e o MVA® de empresas do G20; observou-se a classificação das empresas da amostra final conforme os setores econômicos da plataforma *Refinitiv® Eikon* e segregou-a em subamostras conforme essas categorias. Seguindo a mesma linha dos modelos de regressão com dados em painel estimados anteriormente com as *proxies* de crise e direcionadores tradicionais conforme o país, examinou-se da mesma forma cada subamostra setorial com informações suficientes para sua estimação. Esta investigação permitiu observar os direcionadores de valor específicos de cada setor por país, avaliando e validando a hipótese de pesquisa H4 de que *cada setor econômico detém um conjunto único de variáveis que direciona o MVA® de empresas, independentemente do país de origem*.

Já para (e) verificar características institucionais associadas ao MVA® de acordo com os diferentes países membros do G20, empregou-se a análise exploratória. Avaliou-se a qualificação de cada país quanto ao nível de mercado, adoção das Normas Internacionais de Contabilidade, sistema legal, nível de governança mundial e de liberdade econômica, e os traços da cultura nacional. De modo descritivo, considerou as classificações atribuídas e/ou os escores calculados por fundações como a IFRS, *The World Bank*, *The Heritage Foundation*, *The Culture Factor Group*, etc. A partir da configuração, e da análise descritiva das escalas atribuídas por cada fonte dos dados, conferiu-se aos países do G20 sua avaliação e caracterização; em seguida associou-se estas características aos resultados observados nos modelos de regressão relativos a análise direcionadores do MVA® e das crises na amostra final do estudo, a fim de elucidar os resultados e produzir uma análise completa, revelando a interligação dos direcionadores do valor corporativo com contextos de crise e diferentes ambientes institucionais.

Afinal, discutiu-se os resultados sob a perspectiva da literatura de Contabilidade e Finanças. Comparou-se os resultados empíricos observados com as descobertas anteriores da área que foram evidenciadas na revisão de literatura narrativa realizada para fundamentar esta pesquisa. Além disso, discutiu-se como os achados contribuem para a compreensão dos direcionadores do valor corporativo, interpretando-os à luz da Gestão Baseado em Valor e no contexto das crises recentes investigadas. Examinou-se como os resultados coadunam ou divergem da

literatura destacando as implicações práticas, e ao explorar as distinções setoriais e institucionais proporcionou uma abordagem detalhada das variáveis que influenciam o valor corporativo em diferentes conjecturas econômicas e geopolíticas.

De forma geral, constatou-se que as crises analisadas influenciaram a geração de MVA® pelas empresas, independentemente do país de origem; assim como os direcionadores de valor tradicionais (as variáveis econômico-financeiras) lucratividade, endividamento, risco e tamanho que o direcionam. No entanto, as relações significativas variam conforme o setor e as características institucionais dos países aos quais as empresas pertencem. Observou-se que os países desenvolvidos do G20 (Alemanha, Austrália, Canadá, EUA, França Itália, Japão e Reino Unido), sobretudo, apresentam baixa distância de poder, são individualistas, mais decisivos e competitivos, detêm baixa tolerância a incerteza, preferem o longo prazo e focam em resultados futuros. De tal modo que, as empresas desses países foram influenciadas, preponderante, de forma positiva pela Covid e negativa pelo conflito UKR.

Por sua vez, os países emergentes do G20 (África do sul, Arábia Saudita, Argentina, Brasil, China, Coreia do Sul, Índia, Indonésia, México, Rússia e Turquia), majoritariamente, caracterizam-se com alta distância de poder, coletivismo, baixa tolerância a incertezas, preferência pelo curto prazo e foco em resultados imediatos. Em relação as crises, os efeitos observados foram divergentes, se afastando da uniformidade dos achados relativos aos países desenvolvidos. As crises só influenciaram de forma positiva o MVA® de empresas de três países cada: (i) Covid: Arábia Saudita, Coreia do Sul e Turquia; e (ii) UKR: Índia, Rússia e Turquia. E, de forma negativa foram quatro países para Covid: África do Sul, China, Índia e Indonésia; e cinco países para UKR: África do Sul, Brasil, China, Coreia do Sul e Indonésia.

Nos países desenvolvidos as empresas geram valor à medida que se expandem, um padrão que se manteve durante a pandemia. Entretanto, quando essas empresas se tornam mais arriscadas, apresentam dificuldades para manter seu valor, acabando por destruí-lo. Já nos países emergentes, apesar de as empresas criarem valor à medida que crescem e terem apresentado um comportamento um pouco diferente na pandemia, a gestão se mostrou mais eficiente. A maioria das empresas nesses países, conseguiu criar valor sendo mais arriscadas e endividadas. Em virtude dos menores níveis de governança e de liberdade econômica, elas demonstraram uma maior capacidade de geração de valor diante desses desafios. Talvez, em função cultura coletivista, com baixa tolerância a incerteza e a tendência ao imediatismo dos países

emergentes, as empresas optaram pela conversão rápida de suas estratégias em valor corporativo. Essa cultura coletivista pode ter promovido uma abordagem mais prática e flexível na gestão, que priorizou resultados em curto prazo e rápida adaptação as mudanças de mercado, o que beneficiou a superação das adversidades e a geração de valor, ainda que em cenários de crise.

Estes resultados contribuíram para a literatura da área de Contabilidade e Finanças ao apontar como as variáveis contábeis, econômicas e institucionais influenciam o MVA® das empresas em contexto de crise, possibilitando uma compreensão mais aprofundada das dinâmicas que o impactam. Além disso, a pesquisa reforçou o conjunto de fundamentações da literatura sobre análise da performance empresarial, destacando a importância de considerar fatores exógenos a empresa; e avançou na compreensão dos efeitos de eventos macroeconômicos no MVA®, sublinhando sua relevância e, assim, incentivando novas discussões sobre o tema. Por integrar essas investigações, a pesquisa agregou evidências a GBV como uma lente teórica para análise e discussão do valor corporativo.

Para gestores, agentes do mercado, governo e demais partes interessadas, a pesquisa proporcionou um melhor entendimento de como o MVA® das empresas é afetado no âmbito de incertezas, o qual pode ser utilizado no planejamento e na tomada de decisões gerenciais para alcançar um melhor desempenho e, conseqüentemente, criar valor para os acionistas; além de direcionar estratégias de investimentos e o desenvolvimento de práticas e políticas de resiliência e sustentabilidade em períodos de crises. Ademais, destacou a relevância da compreensão dos efeitos da instabilidade econômica e geopolítica nos mercados financeiros dos países.

Todavia, a pesquisa sofreu com algumas limitações relativas à: (i) disponibilidade de dados, para obtenção da amostra final, e que também inviabilizaram a operação de algumas análises, como a necessidade de exclusão das empresas de alguns países para observar se os setores apresentavam um conjunto único de direcionadores; (ii) utilização do ano como *proxy* das crises; (iii) adoção de única métrica para mensurar o valor corporativo; e (iv) definição e operacionalização das características institucionais dos países.

Portanto, sugere-se para estudos futuros a identificação de novos parâmetros para definição da amostra, tornando-a mais abrangente; a adoção de novas *proxies* de valor corporativo e de crise; a análise de outras variáveis institucionais a partir das particularidades dos países (e.g.

indicadores macroeconômicos, nível proteção a investidores, políticas de comércio exterior e integração econômica, política monetária, educação e qualificação da força do trabalho etc.). Além disso, as investigações realizadas podem ser exploradas sob a ótica de abordagens qualitativas para compreender melhor os fatores organizacionais, culturais e comportamentais que influenciam o valor.

O diferencial promovido por esta Tese reside em sua abordagem multifacetada ao fenômeno do valor corporativo das empresas, especialmente no contexto das recentes crises, pandemia de Covid-19 e conflito geopolítico envolvendo a Rússia e a Ucrânia. A pesquisa focou nos países do G20, que representam as maiores economias do mundo e atuam como o principal fórum de cooperação econômica internacional. Ao ter considerado a influência dessas crises em um grupo tão diversificado, a Tese ampliou a compreensão do valor corporativo além dos limites tradicionais, normalmente centrados nas características individuais das empresas, e promoveu discussões significativas para as Finanças Corporativas, nos âmbitos teórico e prático. Ela demonstrou que *“crises influenciam significativamente o valor corporativo de empresas, com efeitos mensuráveis cuja direção varia conforme o setor e as características institucionais do país de origem. Além disso, os indicadores econômico-financeiros tradicionais desempenham um importante papel como direcionadores do valor corporativo”*.

Assim, esta Tese representa um progresso expressivo na percepção do valor corporativo das empresas dos países do G20, principalmente, em circunstâncias de crise. Ela gerou diversas implicações, mas principalmente, demonstrou a necessidade de considerar nas análises não apenas as conjecturas das empresas, mas também o meio a qual elas pertencem, suas particularidades, e o contexto do cenário econômico que os cercam, demonstrando a diversidade de fatores que direcionam o valor corporativo.

REFERÊNCIAS

- Abbassi, W., Kumari, V.; & Pandey, D.K. (2023). What makes firms vulnerable to the Russia–Ukraine crisis? *Journal of Risk Finance*, 24(1), 24-39. <https://doi.org/10.1108/JRF-05-2022-0108>
- Achim, M. V.; Safta, I. L.; Văidean, V. L.; Mureșan, G. M.; & Borlea, N. S. (2022). The impact of covid-19 on financial management: evidence from Romania. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35(1), 1807-1832. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1922090>
- Aguiar, A. B., Pimentel, R. C., Rezende, A. J., & Corrar, L. J. (2011). Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 12(2), 90–112. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712011000200005>
- Ahmed, H. (2015). Impact of firms earnings and economic value added on the market share value: an empirical study on the Islamic banks in Bangladesh. *Global Journal of Management and Business Research*, 15(2). Retrieved from <https://www.semanticscholar.org/paper/Impact-of-Firms-Earnings-and-Economic-Value-Added-Ahmed/7baa4b2b9e807622f4ff21b6b7c041b3972f76b6>
- Akisik, O.; Gal, G.; & Mangaliso, M. P. (2020). IFRS, FDI, economic growth and human development: The experience of Anglophone and Francophone African countries. *Emerging Markets Review*, 45, 100725. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100725>
- Al-Enzy, N.S.K., Monem, R. & Nahar, S. (2023). IFRS experience and earnings quality in the GCC region. *International Journal of Managerial Finance*, 9(3), 670-690. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2021-0410>
- Ali, S.; Zhongxin, W.; Ali, Z.; Fei, G.; & Chowdhury, M. A. S. (2022). Does institutional quality moderate the relationship between corporate governance and stock liquidity? Evidence from the emerging market of Pakistan. *Frontiers in Psychology*, 13, 912796. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.912796>

- Alipour, A., & Yaprak, A. (2022). Indulgence and risk-taking behavior of firms: Direct and interactive influences. *Journal of International Management*, 28(2), 100945. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2022.100945>
- Almaharmeh, M. I., Liu, J., & Iskandrani, M. (2024). Analyst coverage and real earnings management: Does IFRS adoption matter? UK evidence. *Heliyon*, 10(11), e31890. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e31890>
- Almutairi, S., Heller, M., & Yen, D. (2020). Reclaiming the heterogeneity of the Arab states. *Cross Cultural & Strategic Management*, 28(1), 158-176. <https://doi.org/10.1108/CCSM-09-2019-0170>
- Al-Omari, R.; Oroud, Y.; Makhoul, M. H.; Alshehadeh, A. R.; & Al-Khawaja, H. A. (2024). The impact of profitability and asset management on firm value and the moderating role of dividend policy: evidence from Jordan. *Asian Economic and Financial Review*, 14(1), 1-11. <https://doi.org/10.55493/5002.v14i1.4937>
- Altaf, N. (2016). Economic value added or earnings: What explains market value in Indian firms? *Future Business Journal*, 2, 152-166. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2016.11.001>
- Aluchna, M.; Mahadeo, J. D.; & Kamiński, B. (2020). The association between independent directors and company value. Confronting evidence from two emerging markets. *Corporate Governance*, 20(6), 987-999. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2019-0263>
- Amimakmur, S. A.; Rahayu, S. M.; Damayanti, C. R.; & Hutahayan, B. (2024). A Systematic Literature Review: Determinant of Company Value in Financial Companies. *WSEAS Transactions on Business and Economics*, 21, 475-487. Doi: 10.37394/23207.2024.21.40
- Assaf Neto, A. (2024). *Valuation: Métricas de Valor e Avaliação de Empresas*. (2ª impressão), Atlas. Edição Ebook.
- Asteriou, D.; Pilbeam, K.; & Tomuleasa, I. (2021). The impact of corruption, economic freedom, regulation and transparency on bank profitability and bank stability: Evidence

- from the Eurozone area. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 184, 150-177. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2020.08.023>
- Avelar, E. A.; Orefici, J. B. P.; Borges, S. L.; Campos, O. V.; & Ferreira, P. O.(2022). The Covid-19 pandemic effects on the financial performance of brazilian listed companies. *Rev. Adm. UFSM*, 15(3), 389-410. <https://doi.org/10.5902/1983465967372>
- Awan, A. G.; Siddique, K.; & Sarwar, G. (2014). The effect of economic value-added on stock return: evidence from selected companies of Karachi stock exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(23), 140–152. Retrieved from <https://www.semanticscholar.org/paper/The-Effect-Of-Economic-Value-Added-On-Stock-Return%3A-Awan-Siddique/373f4254fe84f4e00884fb145ec304df6aab25e8>
- Ayadi, M. A., Omrane, W. B., & Das, D. K. (2024). Macroeconomic news, senior officials' speeches, and emerging currency markets: An intraday analysis of price jump reaction. *Emerging Markets Review*, 101147. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101147>
- Bagh, T., Naseer, M. M., Khan, M. A., Pyłacz, P., & Oláh, J. (2023). Sustainable growth rate, corporate value of US firms within capital and labor market distortions: The moderating effect of institutional quality. *Oeconomia Copernicana*, 14(4), 1211-1255. <https://doi.org/10.24136/oc.2023.036>
- Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 127-169. <https://doi.org/10.1353/pfs.2001.0002comm>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. (3^a ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Batistella, A. J., Mazzioni, S., & Dal Magro, C. B. (2020). Effect of national culture on corporate social responsibility. *Revista de Administração IMED*, 10(1), 63-85. Retrieved from <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7884383>

- Batistella, A. J., Dal Magro, C. B., Mazzioni, S., & Paulo, E. (2021). Relevância da informação contábil e cultura nacional. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e169533-e169533. Recuperado de <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/169533/169492>
- Ben Fatma, H.; & Chouaibi, J. (2023). Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 72(5), 1392-1418. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2021-0306>
- Bertrand, J., de Brebisson, H., & Burietz, A. (2021). Why choosing IFRS? Benefits of voluntary adoption by European private companies. *International Review of Law and Economics*, 65, 105968. <https://doi.org/10.1016/j.irle.2020.105968>
- Beuren, I. M.; Longaray, A. A.; Raupp, F. M.; Sousa, M. A. B.; Colauto, R. D.; & Porton, R. A. B. (2012). Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. (3ª ed.) 7. reimpr. São Paulo: Atlas.
- Bhasin, M.L.; & Shaikh, J.M. (2013). Economic value added and shareholders' wealth creation: the portrait of a developing Asian country. *International Journal Managerial and Financial Accounting*, 5(2), 107–137. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2013.053208>
- Bieliaieva, N.; Krushelnytskyi, M.; Voliak, L.; Usata, N.; & Sova, O. (2020). From survival to business prosperity: The financial aspect of managing an organization in a crisis. *Independent Journal of Management & Production*, 11(9), 2275-2290. <https://doi.org/10.14807/ijmp.v11i9.1414>
- Bjørnskov, C. (2016). Economic freedom and economic crises. *European Journal of Political Economy*, 45, 11-23. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2016.08.003>
- Black, R., & Nakao, S. H. (2017). Heterogeneidade na qualidade do lucro contábil entre diferentes classes de empresas com a adoção de IFRS: evidências do Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 113-131. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201702750>

- Boubaker, S., Goodell, J. W., Pandey, D. K., & Kumari, V. (2022). Heterogeneous impacts of wars on global equity markets: Evidence from the invasion of Ukraine. *Finance Research Letters*, 48, 102934. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102934>
- Bougias, A.; Episcopos, A.; & Leledakis, G. N. (2022). Valuation of European firms during the Russia–Ukraine war. *Economics Letters*, 218, 1-5. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110750>
- Brasil Bolsa Balcão (B3). (2024). Critério de classificação. Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/criterio-de-classificacao/
- Brune, A.; Hens, T.; Rieger, M. O.; & Wang, M. (2015). The war puzzle: Contradictory effects of international conflicts on stock markets. *International Review Economics*, 62 (1),1–21. <https://doi.org/10.1007/s12232-014-0215-7>
- Budianto, E. W. H., & Dewi, N. D. T. (2023). Mapping Research Topics on The Determinants and Influence of the Market Value Added (MVA) Ratio in Banking: VOSviewer *Bibliometric Study and Literature Review*. <http://dx.doi.org/10.5281/zenodo.10254154> or
- Cardillo, G.; Bendinelli, E.; & Torluccio, G. (2023). Covid-19, ESG investing, and the resilience of more sustainable stocks: Evidence from European firms. *Business Strategy and Environment*, 32, 602–623. <https://doi-org.ez27.periodicos.capes.gov.br/10.1002/bse.3163>
- Cavalcanti, J. M. M. (2023). Ativos intangíveis e geração de valor na Nova Economia. *Revista Mineira De Contabilidade*, 23(1), 4–8. <https://doi.org/10.51320/rmc.v23i1.1406>
- Chen, S. & Dodd, J.L. (2001). Operating income, residual income, and EVA: which metric is more value relevant? *Journal of Managerial Issues*, 65-86. <https://www.jstor.org/stable/40604334>

- Chortane, S. G., & Pandey, D. K. (2022). Does the Russia-Ukraine war lead to currency asymmetries? A US dollar tale. *The Journal of Economic Asymmetries*, 26, e00265. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2022.e00265>
- Chortareas, G. E.; Girardone, C.; & Ventouri, A. (2013). Financial freedom and bank efficiency: Evidence from the European Union. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1223-1231. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.11.015>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2017). *TOP – Análise de investimentos: histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro*. CVM.
- Corrêa, A. C. C., Assaf Neto, A., & Lima, F. G. (2013). Os indicadores financeiros tradicionais explicam a geração de valor no Brasil? Um estudo empírico com empresas não financeiras de capital aberto. *Práticas em Contabilidade e Gestão*, 1(1), 9-39.
- Cunha, M. F.; Martins, E.; & Neto, A. A. (2014). Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Administração*, 49(2), 251-266. <https://doi.org/10.5700/rausp1144>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the Covid-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
- Duncan, R. (2014). Institutional quality, the cyclicity of monetary policy and macroeconomic volatility. *Journal of Macroeconomics*, 39, 113-155. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.11.004>
- Erdem, O. (2020). Freedom and stock market performance during Covid-19 outbreak. *Finance Research Letters*, 36, 101671. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101671>
- Fávero, L. P. & Belfiore, P. (2021). Manual de análise de dados. (1 ed.). LTC.

- Ferreira, M. P., Serra, F. A. R., & Pinto, C. S. F. (2014). Culture and Hofstede (1980) in international business studies: A bibliometric study in top management journals. *REG-Revista de Gestão*, 21(3), 379-399. <https://doi.org/10.5700/rege536>
- G20.org. (2024). Sobre o G20. Grupo é o principal fórum de cooperação econômica internacional. Recuperado de <https://www.g20.org/pt-br/sobre-o-g20>.
- García, M. D. P. R., Alejandro, K. A. C., Sáenz, A. B. M., & Sánchez, H. H. G. (2017). Does an IFRS adoption increase value relevance and earnings timeliness in Latin America?. *Emerging Markets Review*, 30, 155-168. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.11.001>
- Gerhardt, T. E.; & Silveira, D. T. (2009). Métodos de pesquisa. Orgs. Gerhardt. T. E. & Silveira, D. T. Coords. Universidade Aberta do Brasil (UAB/UFRGS) & Curso de Graduação Tecnológica – Planejamento e Gestão para o Desenvolvimento Rural da SEAD/UFRGS. Porto Alegre: Editora UFRGS.
- Gil, A. C. (2002). Como elaborar projetos de pesquisa. (4ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Gil, A. C. (2008). Métodos e técnicas de pesquisa social. (6ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., & Werning, I. (2022). Macroeconomic implications of Covid-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?. *American Economic Review*, 112(5), 1437-1474.
- Gujarati, D. N.; & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. (5 ed.) Porto Alegre: AMGH.
- Hair Jr., J. F.; Black, W. c.; Babin, B. J.; Anderson, E. R.; & Tatham, R. L. (2009). Sant'Anna, A. S. (Trad.). *Análise Multivariada de Dados*. (6ª ed.). Bookman.
- Hall, J. J. (2013). Toward improved use of value creation measures in financial decision-making. *The Journal of Applied Business Research*, 29(4), 1175-1188. <http://dx.doi.org/10.19030/jabr.v29i4.7924>

- Hall, J. H. (2016). Industry-specific determinants of shareholder value creation. *Studies in Economics and Finance*, 33(2), 190-208. <https://doi.org/10.1108/SEF-08-2014-0155>
- Hall, J. H. (2018). Value creation measures: an industry-based study. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(2), 426-444. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-08-2016-0178>
- Hall, J. H. (2024). Corporate shareholder value creation as contributor to economic growth. *Studies in Economics and Finance*, 41(1), 148-176. <https://doi.org/10.1108/SEF-06-2021-0255>
- Hofstede, G. (1980). *Culture's Consequences: international differences in work-related values*. Beverly Hills CA: Sage Publications.
- Hofstede, G. (1984). *Culture's Consequences*. Sage Publications.
- Hofstede, G. (1991). *Cultures and Organizations: software of the mind: intercultural cooperation and its importance for survival*. McGraw-Hill Publishing Co.
- Hofstede, G. (2001). *Culture's Consequences: comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations*. (2nd ed.). Thousand Oaks CA: Sage Publications.
- Hofstede, G.; Hofstede G. J.; & Minkov, M. (2010). *Cultures and organizations: software of the mind revised and expanded*. (3rd ed.). New York: McGraw-Hill.
- Hofstede, G. (2011). Dimensionalizing Cultures: the Hofstede model in context. *Online Readings in Psychology and Culture*, 2(1). <https://doi.org/10.9707/2307-0919.1014>
- Hudson, R.; & Urquhart, A. (2015). War and stock markets: The effect of World War Two on the British stock market. *International Review of Financial Analysis*, 40, 166-177. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.015>
- Ichsan, R. N.; Suparmin, S.; Yusuf, M. A.; Ismal, R.; & Sitompul, S. (2021). Determinant of Sharia Bank's Financial Performance during the Covid-19 Pandemic. *Budapest*

International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal), 4(1), 398-309.
<https://doi.org/10.33258/birci.v4i1.1594>

International Financial Reporting Standards. ([IFRS], 2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Retrieved from <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework/>, 24 de June, 2024.

International Financial Reporting Standards. ([IFRS], 2024a). Who uses IFRS Accounting Standards? Retrieved from <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#use-of-ifrs-accounting-standards-by-jurisdiction> 24 de June, 2024.

International Financial Reporting Standards. ([IFRS], 2024b). Who we are. Retrieved from <https://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/>, 24 de June, 2024.

Ismail, A. (2006). Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 343-353.
<https://doi.org/10.1108/17439130610705526>

Kapustina, N., Rjachovskaya, A., Rjachovskij, D., & Gantseva, L. (2018). External risk factors influence on the financial stability of construction companies. *Journal of Reviews on Global Economics*, 7(Special Issue), 726-730. Doi:10.6000/1929-7092.2018.07.68

Kaczmarek, Y.; Perez, K.; Demir, E.; & Zaremba, A. (2021). How to survive a pandemic: The corporate resiliency of travel and leisure companies to the Covid-19 outbreak. *Tourism Management*, 84, 1-11. <https://doi-org.ez27.periodicos.capes.gov.br/10.1016/j.tourman.2020.104281>

Karmani, M.; & Boussaada, R. (2021). Corporate social responsibility and firm performance: does institutional quality matter? *Journal of Applied Accounting Research*, 22(4), 641-662. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2020-0153>

- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). The Worldwide Governance Indicators: methodology and analytical issues. *World Bank Policy Research*. Working Paper (5430). <https://ssrn.com/abstract=1682130>
- Kaufmann, D.; Kraay, A.; & Mastruzzi, M. (2011). The Worldwide Governance Indicators: methodology and analytical issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3, 220–246. <https://doi.org/10.1017/S1876404511200046>
- Kaufmann, D., & Kraay, A. (2023). Worldwide Governance Indicators. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators> or www.govindicators.org, May 23th, 2024.
- Khanra, S., & Dhir, S. (2017). Creating value in small-cap firms by mitigating risks of market volatility. *Vision*, 21(4), 350-355. <https://doi.org/10.1177/0972262917733166>
- Khandelwal, C., Kumar, S., Tripathi, V., & Madhavan, V. (2023). Joint impact of corporate governance and risk disclosures on firm value: Evidence from emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 66, 102022. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102022>
- Kimbrough, E. O., Laughren, K., & Sheremeta, R. (2020). War and conflict in economics: Theories, applications, and recent trends. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 178, 998-1013. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2017.07.026>
- Kristanti, F. T.; Salim, D. F.; Indrasari, A.; & Aripin, Z. (2022). A stock portfolio strategy in the midst of the Covid-19: Case of Indonesia. *Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR)*, 9(3), 422–431. <https://doi.org/10.15549/jeecar.v9i3.822>
- Kumar, S. (2013). An inter industry analysis of EVA® versus traditional corporate financial performance measures: evidence from Indian market. *International Journal Managerial and Financial Accounting*, 5(3), 219–252. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2013.058544>

- Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2016). Financial distress prediction in an international context: Moderating effects of Hofstede's original cultural dimensions. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 9, 98-118. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2015.11.003>
- Lajnef, K.; & Ellouz, S. (2024). Do Hofstede's cultural dimensions moderate the CSR-firm performance relationship before and during the COVID-19 crisis. *Global Knowledge, Memory and Communication*. <https://doi.org/10.1108/GKMC-10-2023-0382>
- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; & Shleifer, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2): 285-332. Retrieved from <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/economic-consequences-legal-origins>, on May 21th, 2024.
- Lehn, K. & Makhija, A.K. (1996). EVA and MVA: as performance measures and signals for strategic change. *Strategy & Leadership*, 24, 34-8. <https://doi.org/10.1108/eb054556>
- Lehn, K. & Makhija, A.K. (1997). EVA, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination 1985-1994. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 90-7. Doi:10.1111/j.1745-6622.1997.tb00139.x
- Leigh, A.; Wolfers, J.; & Zitzewitz, E. (2003). What Do Financial Markets Think of War in Iraq? *Stanford GSB Research Paper Series*, 1(1785). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.388762>
- Lin, K. L.; Doan, A. T.; & Doong, S. C. (2016). Changes in ownership structure and bank efficiency in Asian developing countries: the role of financial freedom. *International Review of Economics & Finance*, 43, 19-34. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2015.10.029>
- Lunardi, M. A., Barbosa, E. T., Junior, M. M. R., da Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2017). Criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(1), 94-112. <http://periodicos.ufpb.br/ojs2/index.php/recfin>
- Machokoto, M., Areneke, G., & Nyangara, D. (2021). Financial conservatism, firm value and international business risk: Evidence from emerging economies around the global financial

crisis. *International Journal of Finance & Economics*, 26(3), 4590-4608.
<https://doi.org/10.1002/ijfe.2032>

Maroco, J. (2010). *Análise estatística: com utilização do SPSS*. (3ª ed.) Lisboa: Edições Sílabo.

Martens, W., Yapa, P. W., & Safari, M. (2020). The impact of financial statement comparability on earnings management: evidence from frontier markets. *International Journal of Financial Studies*, 8(4), 73. <https://doi.org/10.3390/ijfs8040073>

Martins, G. A.; & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. (3ª ed.). Atlas.

Mawardi, I.; Al Mustofa, M. U.; Widiastuti, T.; & Ghazali, M. (2024). The influence of institutional quality, economic freedom, and technological development on islamic financial development in OIC countries. *Journal of Open Innovation: technology, market, and complexity*, 100279. <https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2024.100279>

Mazur, M.; Dang, M.; & Vega, M. (2021). COVID-19 and the march 2020 stock market crash. Evidence from S&P500. *Finance Research Letters*, 38, 101690. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101690>

Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços. (2021). *Grupo dos 20 - G20. A organização do G-20 e a representação brasileira*. Publicado em 26/01/2021 e atualizado em 11/03/2021. Cooperação Internacional. Recuperado de <https://www.gov.br/mdic/pt-br/assuntos/assuntos-economicos-internacionais/cooperacao-internacional/grupo-dos-20-g20>

Minkov, M.; Dutt, P.; Schachner, M.; Morales, O.; Sanchez, C., Jandosova, J., ... & Mudd, B. (2017). A revision of Hofstede's individualism-collectivism dimension: a new national index from a 56-country study. *Cross Cultural & Strategic Management*, 24(3), 386-404. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CCSM-11-2016-0197>

Minkov, M., & Kaasa, A. (2022). Do dimensions of culture exist objectively? A validation of the revised Minkov-Hofstede model of culture with World Values Survey items and scores

- for 102 countries. *Journal of International Management*, 28(4), 100971. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2022.100971>
- Mulyaningsih, T.; Cahyadin, M.; & Sarmidi T. (2021). Firms' Financial Distress during the Covid-19 Pandemic and Fiscal Incentives. *Policy Brief In: Economic Research Institute for ASEAN and East Asia*. Retrieved from <https://seads.adb.org/report/firms-financial-distress-during-covid-19-pandemic-and-fiscal-incentives>
- Ojeka, S.; Adegboye, A.; Adegboye, K.; Umukoro, O.; Dahunsi, O.; & Ozordi, E. (2019). Corruption perception, institutional quality and performance of listed companies in Nigeria. *Heliyon*, 5(10). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2019.e02569>
- Pandey, I. M. (2005). What drives the shareholder value? *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance (AAMJAF)*, 105-120. Retrieved from https://ejournal.usm.my/aamjaf/article/view/aamjaf_vol1-2005_6
- Pandya, B. (2014). Association of total shareholder return with other value-based measures of financial performance: evidence from Indian banking sector. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, 2(2), 26–44.
- Paredes, B. J. B., & Oliveira, M. R. G. (2017). O impacto dos fatores macroeconômicos e de risco sobre a mensuração do valor das empresas. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 43-64. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=117051921004>
- Paula, N. M.; Pereira, W.; & Giordani, R. C. F.. (2023). A Covid-19 em meio a uma “tempestade perfeita” no capitalismo neoliberal: reflexões críticas sobre seus impactos no Brasil. *Ciência & Saúde Coletiva*, 28(3), 761–770. <https://doi.org/10.1590/1413-81232023283.10262022>
- Peixoto, S. M. (2002). Economic Value Added®: application to portuguese public companies. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302687
- Pinheiro, J. L. (2019). Mercado de Capitais. (9ª ed.). São Paulo: Gen|Atlas.

- Pringpong, S., Maneenop, S., & Jaroenjitrkam, A. (2023). Geopolitical risk and firm value: Evidence from emerging markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 68, 101951. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2023.101951>
- Ramadan, I.Z. (2016). EVA and the Impact of the Macroeconomic Variables: Evidence from the Jordanian Manufacturing Companies. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 8, 13-22. Doi: 10.5296/ajfa.v8i1.8614
- Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). Feverish stock price reactions to COVID-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622–655. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3550274>
- Rashid, M., Hj, D. S. N. K. P., & Izadi, S. (2023). National culture and capital structure of the Shariah compliant firms: Evidence from Malaysia, Saudi Arabia and Pakistan. *International Review of Economics & Finance*, 86, 949-964. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.10.006>
- Reddy, Y. V.; Poornima, B. G.; & Narayan, P. (2015). Economic value-added as an emerging tool of performance measurement: evidence from Indian companies. *The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 14(3), 38. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2691921
- Rigobon, R.; & Sack, B. (2005). The effects of war risk on US financial markets. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1769–1789. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.040>
- Rizvi, S. K. A., Yarovaya, L., Mirza, N., Naqvi, B. (2022). The impact of COVID-19 on valuations of non-financial European firms. *Heliyon*, 8(6). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09486>
- Salah, W. (2020). The International Financial Reporting Standards and Firm Performance: a systematic review. *Applied Finance and Accounting*, 6(2), 1-10. <https://doi.org/10.11114/afa.v6i2.4851>
- Santos, D. F. L.; Sales, G. O.; Rangel, H. S., & Montoro, S. B. (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. Doi: 10.22478/ufpb.2318-1001.2021v9n1.50429

Saona, P.; & San Martín, P. (2018) Determinants of firm value in Latin America: an analysis of firm attributes and institutional factors. *Review of Managerial Science*, 12, 65–112. <https://doi.org/10.1007/s11846-016-0213-0>

Sharma, A. K.; & Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2). Doi:10.5539/ijef.v2n2p200

Siburian, E. & Yohanes, A. (2019). Shareholder value creation measurement analysis in healthcare, materials, and real estate industry in Indonesia. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 89, 380-387. <https://doi.org/10.2991/apbec-18.2019.53>

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. <https://ojs.unifor.br/rca/article/view/3419>.

Silva, D. C. D., Pereira, M. W. G., & Lima, E. M. (2020). O efeito dos fatores macroeconômicos e contábeis sobre a avaliação do valor das empresas. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 25(2), 53-73. Recuperado de <http://atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/UERJ/article/viewArticle/3610>

Simonato, T. C. (2023). Impactos na economia brasileira do auxílio emergencial durante a pandemia de Covid-19: efeitos regionais, setoriais, familiares e no mercado de trabalho. (Tese de Doutorado). 179f. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, Brasil.

Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: The EVATM Management Guide*. Harper Business.

Stewart, G. B. (1994). EVA: fact or fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 71-84.

- Thakur, B. P. S.; Kannadhasan, M.; Charan, P.; & Gupta, C. P. (2021). Corruption and firm value: Evidence from emerging market economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(4), 1182-1197. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1613643>
- The Culture Factor Group. (2024a). The Culture Factor|Group. Retrieved from <https://www.hofstede-insights.com/>, on May 20th, 2024.
- The Culture Factor Group. (2024b). Country comparison tool. Retrieved from <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison-tool>, on May 20th, 2024..
- The Heritage Foundation (2024a). The Heritage Foundation. Index of Economic Freedom. Retrieved from <https://www.heritage.org/> and <https://www.heritage.org/index/pages/about>
- The Heritage Foundation (2024b). The 12 economic freedoms: unleashing choice and opportunity. Retrieved from <https://www.heritage.org/index/pages/report#indexTwelveFreedoms>
- The Heritage Foundation (2024c). Index of Economic Freedom – Report. Retrieved from <https://www.heritage.org/index/pages/report>
- The World Bank. (2020). *Global Economic Prospects : June 2020 (English)*. Documents & Reports Retrieved from <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/502991591631723294/global-economic-prospects-june-2020>
- The World Bank. (2022). *Chapter 1. The economic impacts of the Covid-19 crisis*. In World Development Report 2022: Finance for an Equitable Recovery. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2022/brief/chapter-1-introduction-the-economic-impacts-of-the-covid-19-crisis>
- The World Bank (2024). Worldwide Governance Indicators (WGI). Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators/documentation>

- Tripathi, M., Kashiramka, S. & Jain, P.K. (2017). Flexibility in Measuring Corporate Financial Performance, EVA Versus Conventional Earnings Measures: Evidences from India and China. *Global Journal Flexible Systems Management*, 19, 123–138. <https://doi.org/10.1007/s40171-017-0178-0>
- Vilhena, F. A. C., & Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE-Revista de Gestão*, 22(1), 77-96.
- Vishny, R; López-de-Silanes, F. ; Shleifer, A.; & La Porta, R. (2019). Legal Origins. Retrieved from <https://cepr.org/voxeu/columns/legal-origins>, on May 17th, 2024.
- Vollero, A., Siano, A., Palazzo, M., & Amabile, S. (2020). Hofstede's cultural dimensions and corporate social responsibility in online communication: Are they independent constructs?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 53-64. <https://doi.org/10.1002/csr.1773>
- Wet, J. H. (2005). EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – A comparative analysis. *Meditari Accountancy Research*, 13(2), 1-16. <https://doi.org/10.1108/10222529200500009>
- Wulandari, A.; & Patrisia, D. (2021). Comparative analysis of financial performance before and during the covid-19 pandemic using profitability, liquidity, solvency and economic value added (EVA) ratio in go public companies listed on the Indonesia Stock Exchange (study on restaurant, hotel & tourism sub-sector period January 2019 – December 2020). *Financial Management Studies*, 4(1), 47-59. <http://jkmk.ppj.unp.ac.id/index.php/fms>
- Yang, Z.; Vitenu-Sackey, P. A.; Hao, L.; & Tao, Y. (2023). Economic freedom, inclusive growth, and financial development: A heterogeneous panel analysis of developing countries. *Plos one*, 18(7), e0288346. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0288346>
- Young, S. & Zeng, Y. (2015). Accounting Comparability and the Accuracy of Peer-Based Valuation Models. *The Accounting Review*, 90(6), 2571–2601. <https://doi.org/10.2308/accr-51053>

- Yousaf, I.; Patel, R.; & Yarovaya, L. (2022). The reaction of G20+ stock markets to the Russia-Ukraine conflict ‘black-swan’ event: evidence from event study approach. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 1-6. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100723>
- Zhang, J., & Shuang, Z. I. (2021). Socially responsible investment and firm value: The role of institutions. *Finance Research Letters*, 41, 101806. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101806>
- Zouari, G. & Dhifi, K. (2022). The impact of ownership structure on integrated reporting in European firms. *Corporate Communications: An International Journal*, 27(3), 527-542. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-05-2021-0057>

APÊNDICES

Apêndice A – Estatística Descritiva das Variáveis por País

As **Tabelas 19, 20, 21, 22 e 23** sintetizam as estatísticas descritivas das variáveis dependente e independentes consideradas na presente pesquisa destacando as informações por País.

Tabela 19 - Estatística descritiva da variável valor de mercado agregado (MVA®) por País

País	MVA®_Mín.	MVA®_1Q	MVA®_Mediana	MVA®_Média	MVA®_3Q	MVA®_Máx.
África do Sul	13,42	17,84	19,49	19,16	20,83	23,31
Alemanha	13,42	16,9	18,6	18,72	20,47	24,63
Arábia Saudita	13,42	18,53	19,75	19,98	21,25	24,63
Argentina	13,42	16,56	18,19	17,98	19,59	23,07
Austrália	13,42	15,57	16,86	17,16	18,46	24,63
Brasil	13,42	17,82	18,91	19,13	20,42	24,63
Canadá	13,42	15,62	17,04	17,47	19,12	24,63
China	13,42	19,41	20,17	20,22	21,02	24,63
Coréia do Sul	13,42	16,88	17,86	17,96	18,93	24,63
EUA	13,42	18,15	20,26	20,02	21,97	24,63
França	13,42	16,77	18,45	18,74	20,61	24,63
Índia	13,42	16,1	17,77	17,92	19,55	24,63
Indonésia	13,42	16,69	18,21	18,24	19,73	24,63
Itália	13,42	16,71	18,15	18,45	20,17	24,63
Japão	13,42	16,89	18,09	18,27	19,55	24,63
México	13,42	18,89	20,41	20,32	21,85	24,63
Reino Unido	13,42	16,77	18,5	18,57	20,31	24,63
Rússia	13,42	17,68	19,62	19,57	21,57	24,63
Turquia	13,42	16,29	17,8	17,94	19,47	24,63

Legenda: **MVA®:** valor de mercado agregado; **Mín:** Mínimo; **1Q.:** 1º Quartil; **3Q:** 3º Quartil; **Max:** Máximo.

Tabela 20 - Estatística descritiva da variável lucratividade (LUC) por País

País	LUC_Mín.	LUC_1Q	LUC_Mediana	LUC_Média	LUC_3Q	LUC_Máx.
África do Sul	-113,8497	0,0639	0,1156	-0,4268	0,2187	0,9146
Alemanha	-388,2167	0,0183	0,0716	-1,9366	0,1509	0,9146
Arábia Saudita	-352,1283	0,0245	0,1048	-0,3062	0,2296	0,9146
Argentina	-5,5185	0,0224	0,1172	0,0713	0,1800	0,9146
Austrália	-388,2167	-30,5740	-1,0000	-55,5066	0,0823	0,9146
Brasil	-388,2167	-0,2274	0,1075	-12,8851	0,4314	0,9146
Canadá	-388,2167	-1,5884	-0,0340	-12,6145	0,1434	0,9146
China	-388,2167	0,0236	0,0784	-0,0927	0,1533	0,9146
Coréia do Sul	-388,2167	-0,0393	0,0389	-1,2313	0,1008	0,9146
EUA	-388,2167	-0,1665	0,0646	-7,0169	0,1638	0,9146
França	-388,2167	-0,0619	0,0538	-2,9990	0,1175	0,9146
Índia	-388,2167	-0,1036	0,0752	-4,1415	0,2175	0,9146
Indonésia	-388,2167	0,0066	0,0853	-0,3507	0,1998	0,9146
Itália	-388,2167	0,0139	0,0812	-0,5700	0,1501	0,9146
Japão	-388,2167	0,0276	0,0777	-0,5454	0,1528	0,7807
México	-6,0236	0,0745	0,1242	0,1622	0,2074	0,9146
Reino Unido	-388,2167	-0,0330	0,0868	-3,9940	0,1887	0,9146
Rússia	-8,9408	0,0307	0,1260	0,1216	0,2605	0,9146
Turquia	-388,2167	0,0075	0,0948	-0,6359	0,2730	0,9146

Legenda: **LUC:** lucratividade; **Mín:** Mínimo; **1Q.:** 1º Quartil; **3Q:** 3º Quartil; **Max:** Máximo.

Tabela 21 - Estatística descritiva da variável risco (RISC) por País

País	RISC_Mín.	RISC_1Q	RISC_Mediana	RISC_Média	RISC_3Q	RISC_Máx.
África do Sul	-0,86	0,255	0,54	0,6132	0,88	2,88
Alemanha	-0,86	0,31	0,62	0,657	0,95	3,06
Arábia Saudita	-0,85	0,71	1	0,9725	1,26	2,06
Argentina	-0,72	0,55	0,76	0,7631	0,94	2,39
Austrália	-0,86	0,51	0,98	1,0308	1,53	3,11
Brasil	-0,85	0,53	0,89	0,8889	1,15	3,11
Canadá	-0,86	0,49	1,02	1,0903	1,63	3,11
China	-0,86	0,8	1,04	1,0566	1,29	3,11
Coréia do Sul	-0,86	0,65	1,07	1,044	1,46	3,11
EUA	-0,86	0,71	1,11	1,1354	1,53	3,11
França	-0,86	0,42	0,73	0,7731	1,07	3,11
Índia	-0,8	0,5	0,85	0,8984	1,23	3,1
Indonésia	-0,86	0,16	0,61	0,6676	1,08	3,11
Itália	-0,86	0,39	0,665	0,7158	0,98	3,11
Japão	-0,86	0,61	0,95	1,0082	1,36	3,11
México	-0,81	0,33	0,68	0,6871	1,01	2,22
Reino Unido	-0,86	0,42	0,81	0,8744	1,27	3,11
Rússia	-0,86	0,42	0,76	0,712	1,04	2,82
Turquia	-0,7	0,47	0,74	0,7529	1	3,11

Legenda: **RIS:** risco; **Mín:** Mínimo; **1Q.:** 1º Quartil; **3Q:** 3º Quartil; **Max:** Máximo.

Tabela 22 - Estatística descritiva da variável endividamento (END) por País

País	END_Mín.	END_1Q	END_Mediana	END_Média	END_3Q	END_Máx.
África do Sul	0,0476	0,3947	0,5120	0,5489	0,6662	3,8184
Alemanha	0,0206	0,3956	0,5600	0,5566	0,7035	3,9744
Arábia Saudita	0,0206	0,2632	0,4488	0,4454	0,6218	3,9744
Argentina	0,0971	0,4079	0,5991	0,5868	0,7219	1,5142
Austrália	0,0206	0,1111	0,3100	0,4453	0,5567	3,9744
Brasil	0,0206	0,5252	0,8235	1,2225	1,5793	3,9744
Canadá	0,0206	0,3210	0,5880	0,8818	0,9074	3,9744
China	0,0206	0,2663	0,4269	0,4485	0,5947	3,9744
Coréia do Sul	0,0206	0,2650	0,4317	0,4493	0,5991	3,9744
EUA	0,0206	0,3752	0,5765	0,7052	0,7909	3,9744
França	0,0266	0,4731	0,6262	0,6613	0,7787	3,9744
Índia	0,0206	0,3111	0,5465	0,8064	0,9603	3,9744
Indonésia	0,0206	0,3041	0,5148	0,5882	0,6925	3,9744
Itália	0,0206	0,5023	0,6447	0,6560	0,7802	3,9744
Japão	0,0206	0,2884	0,4655	0,4640	0,6086	3,9744
México	0,0206	0,4676	0,5811	0,6087	0,7403	3,9744
Reino Unido	0,0206	0,2557	0,4572	0,5148	0,6664	3,9744
Rússia	0,0206	0,4966	0,7691	0,7618	0,9621	3,6243
Turquia	0,0206	0,3068	0,5704	0,5676	0,7804	3,9744

Legenda: **END:** endividamento; **Mín.:** Mínimo; **1Q.:** 1º Quartil; **3Q:** 3º Quartil; **Máx.:** Máximo.

Tabela 23 - Estatística descritiva da variável tamanho (TAM) por País

País	TAM_Mín.	TAM_1Q	TAM_Mediana	TAM_Média	TAM_3Q	TAM_Máx.
África do Sul	13,5	19,4	20,42	20,31	21,8	24,19
Alemanha	13,06	17,79	19,19	19,4	21,06	24,78
Arábia Saudita	15,14	18,96	20,02	20	20,79	24,78
Argentina	15,65	17,55	19,17	18,98	20,29	22,39
Austrália	13,06	15,3	16,52	17,05	18,52	24,78
Brasil	14,42	18,18	19,63	19,62	20,88	24,78
Canadá	13,06	15,05	17,21	17,61	20,06	24,78
China	13,06	19,37	20,1	20,26	20,99	24,78
Coréia do Sul	13,06	17,78	18,45	18,68	19,36	24,78
EUA	13,06	18,36	20,58	20,14	22,11	24,78
França	13,06	17,43	19,26	19,66	21,71	24,78
Índia	13,06	16,17	17,78	17,74	19,33	21,69
Indonésia	13,06	17,42	18,79	18,75	19,99	24,09
Itália	13,06	17,77	19,3	19,37	20,79	24,78
Japão	13,06	17,35	18,46	18,8	20	24,78
México	17,78	20,32	21,42	21,43	22,46	24,78
Reino Unido	13,06	17,18	18,95	19,02	20,71	24,78
Rússia	14,47	18,68	20,81	20,56	22,65	24,78
Turquia	13,06	16,54	17,82	18,02	19,34	24,78

Legenda: **TAM:** tamanho; **Mín.:** Mínimo; **1Q.:** 1º Quartil; **3Q:** 3º Quartil; **Máx.:** Máximo.