



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
GESTÃO ORGANIZACIONAL E REGIONALIDADE**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, *ENVIRONMENTAL*, *SOCIAL AND  
GOVERNANCE* E *FINANCIAL DISTRESS*: UMA ANÁLISE MULTIPAÍSES,  
NACIONAL E REGIONAL**

**RENATO RIBEIRO DOS SANTOS**

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Fernanda Maciel Peixoto

**UBERLÂNDIA  
2023**

**RENATO RIBEIRO DOS SANTOS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, *ENVIRONMENTAL*, *SOCIAL AND  
GOVERNANCE E FINANCIAL DISTRESS: UMA ANÁLISE MULTIPAÍSES,  
NACIONAL E REGIONAL***

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito para obtenção do título de Doutor em Administração.

Linha de Pesquisa: Gestão Organizacional e Regionalidade

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Fernanda Maciel Peixoto

**UBERLÂNDIA  
2023**

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU  
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

S237 Santos, Renato Ribeiro dos, 1984-  
2023 GOVERNANÇA CORPORATIVA, ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND  
GOVERNANCE E FINANCIAL DISTRESS: UMA ANÁLISE  
MULTIPAÍSES, BRASILEIRA E REGIONAL [recurso eletrônico]  
/ Renato Ribeiro dos Santos. - 2023.

Orientadora: Fernanda Maciel Peixoto.  
Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia,  
Pós-graduação em Administração.  
Modo de acesso: Internet.  
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2023.674>  
Inclui bibliografia.

1. Administração. I. Peixoto, Fernanda Maciel ,1978-  
(Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-  
graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091  
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA**  
 Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração  
 Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902  
 Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgaadm@fagen.ufu.br



### ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Administração				
Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico, número 17, PPGADM				
Data:	21 de dezembro de 2023	Hora de início:	14:00	Hora de encerramento:	16:20
Matrícula do Discente:	12013ADM006				
Nome do Discente:	Renato Ribeiro dos Santos				
Título do Trabalho:	GOVERNANÇA CORPORATIVA, ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE E FINANCIAL DISTRESS: UMA ANÁLISE MULTIPAÍSES, NACIONAL E REGIONAL				
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão				
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	Demanda Universal FAPEMIG, projeto APQ-01388-22.				

Reuniram-se na sala 223, bloco 1F, Campus Santa Mônica, da Universidade Federal de Uberlândia, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Luciana Carvalho (UFU), Prof. Dr. Marcelo Fodra (UFU), Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Michele Nascimento Jucá (Mackenzie), Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Daiana de Paula Pimenta (UFG) e Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Fernanda Maciel Peixoto (UFU), orientadora do candidato. Ressalta-se que a Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Michele Nascimento Jucá e a Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Daiana de Paula Pimenta participaram da defesa por meio de webconferência e os demais membros da banca e o aluno participaram *in loco*.

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Fernanda Maciel Peixoto, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir a senhora presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

#### Aprovado

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Fernanda Maciel Peixoto, Professor(a) do Magistério Superior**, em 21/12/2023, às 16:22, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Fodra, Professor(a) do Magistério Superior**, em 21/12/2023, às 17:11, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luciana Carvalho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 22/12/2023, às 07:35, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Michele Nascimento Jucá, Usuário Externo**, em 22/12/2023, às 12:21, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Daiana Paula Pimenta, Usuário Externo**, em 22/12/2023, às 23:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://www.sei.ufu.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **5047548** e o código CRC **4213ADEC**.

**Reitor da Universidade Federal de Uberlândia**

Valder Steffen Júnior

**Diretora da Faculdade de Gestão e Negócios**

Cíntia Rodrigues de Oliveira

**Coordenador do Programa de Pós-Graduação**

André Francisco Alcântara Fagundes

RENATO RIBEIRO DOS SANTOS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND  
GOVERNANCE E FINANCIAL DISTRESS: UMA ANÁLISE MULTIPAÍSES,  
NACIONAL E REGIONAL**

Tese de Doutorado apresentada como requisito para obtenção do título de Doutor em Administração, na linha de pesquisa Gestão Organizacional e Regionalidade, aprovado pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia.

Uberlândia, 21 de Dezembro de 2023.

Banca examinadora:

---

Prof. Dr<sup>a</sup>. Fernanda Maciel Peixoto – Orientadora  
Universidade Federal de Uberlândia

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Luciana Carvalho  
Universidade Federal de Uberlândia

---

Prof. Dr. Marcelo Fodra  
Universidade Federal de Uberlândia

---

Profa. Dra. Daiana Paula Pimenta  
Universidade Federal de Goiás

---

Profa. Dra. Michele Nascimento Jucá  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

*A vitória de concluir o Doutorado em Administração dedico ao meu Pai (In Memoriam), que incansavelmente me instruiu e me orientou dentro dos deveres da honra e da honestidade, e mesmo sem alfabetização, soube fazê-lo maravilhosamente. Dedico também a minha mãe, minha esposa e meus leais amigos que sempre me apoiaram e acreditaram em mim nesta jornada. Dedico também a Profa. Fernanda Maciel que me apoiou e me orientou de maneira esplendida e brilhante. A todos minha gratidão!*



## AGRADECIMENTOS

A Jesus que guia e me abençoa diariamente sempre me mostrando o caminho.

À meu pai (*In Memoriam*) que sempre me apoiou em todas as minhas decisões.

A minha esposa Carla Caroline, que me incentiva e me motiva em minha caminhada.

Ao meu filho João Felipe que me ensinou o significado do Amor e do carinho.

Aos meus Tios, Maria e Nelson que tanto me ensinaram e me apoiaram desde minha infância.

Aos meus amigos, Marcos Medeiros, João Gabriel, Thiago Demétrio, Vinicius e Victor por todo apoio.

Aos meus Mestres Silvana Arrais e Ricardo Dias pelos conselhos e inspirações.

Aos professores com quem tive a oportunidade de trabalhar enquanto doutorando: Prof. Dra.

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, Prof. Dr. Valdir Machado Valadão Júnior, Prof. Dr.

Rodrigo Fernandes Malaquias, Prof. Dra. José Eduardo e Prof. Dra. Carla Marcolin.

Em especial, à Professora Dra. Fernanda Maciel Peixoto pela orientação dada a mim para a realização deste trabalho, e à Professora Dra. Luciana Carvalho pela inspiração em suas aulas!

À equipe de técnicos administrativos da secretaria do programa, por serem tão solícitos.

Aos meus colegas do programa, pelas contribuições dadas aos trabalhos que desenvolvi ao longo do curso e pelo companheirismo, em especial ao Duterval Jesuka, Thayla e Ismael.

Por fim, à Fundação de Amparo à Pesquisa de Minas Gerais (FAPEMIG), agradeço o apoio financeiro para a execução desta pesquisa, por meio do projeto APQ-01388-22.

*Deslize seus olhos pra dentro de sua mente, Você se  
surpreenderá com o que vai encontrar...*

**(Noel Gallagher)**

## RESUMO

As empresas experimentam *financial distress* (FD) quando elas possuem liquidez insuficiente para honrar suas obrigações financeiras. Esta Tese analisa o papel da governança corporativa e das práticas ESG (*Environmental, Social and Governance*) em reduzir a probabilidade de *financial distress* de firmas brasileiras e latino-americanas. O estudo foi dividido em dois Ensaios da seguinte forma: o Ensaio 1 analisa a relação entre concentração acionária, composição do conselho de administração e propriedade estatal com *financial distress* para firmas brasileiras no período de 2010 a 2022; enquanto o Ensaio 2 analisa a relação entre critérios ESG (score geral e seus três pilares) e *financial distress* para firmas latino-americanas, também no período 2010 a 2022. O Ensaio 1 envolve duas abordagens: nacional e regional. Na abordagem regional do Ensaio 1, foi investigado se nas empresas brasileiras com plantas, negócios ou subsidiárias na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba (TMAP) e sul de Goiás ocorre menor nível de *financial distress*. A amostra foi de 360 empresas e 4.308 observações/ano entre os períodos de 2010 a 2022. Além dos mecanismos de governança corporativa, o Ensaio 1 analisou também a relação entre auditoria, COVID19 e regionalidade com o nível de FD. O método adotado foi a regressão logística e a proxy para *financial distress* foi baseada na pontuação Z-Score de Altman. Como principais resultados, constatou-se que quando a empresa tem propriedade estatal, alta concentração acionária e dualidade do CEO, ela tem maior probabilidade de apresentar *financial distress*. Para a questão da auditoria e da dummy COVID19 foi encontrada uma relação negativa com FD. O Ensaio 2 adotou o método da regressão multinível para uma amostra e 11.724 observações/ ano, no período de 2010 a 2022. O objetivo do ensaio 2 foi analisar a relação entre ESG e *financial distress* na América Latina, além de seus desdobramentos sobre a performance, explicando as possíveis relações entre a nova agenda de critérios de responsabilidade social corporativa e as restrições financeiras das organizações. O estudo analisou a relação entre as práticas de ESG e o *financial distress* de firmas em países brasileiros e latino-americanos e se esses dois aspectos juntos podem afetar a performance (ROA) da firma. Foi criada uma proxy para medir os efeitos do período pandêmico (2020 a 2022) oriundo da COVID19 sobre o *financial distress*. Os resultados demonstram uma relação estatisticamente positiva e significativa entre o escore ESG e a probabilidade de *financial distress*, indicando que quanto maior a responsabilidade social, ambiental e de governança das firmas, maior será a probabilidade delas apresentarem *financial distress*. O mesmo comportamento também foi observado para os scores ambiental, social e de governança, quando analisados individualmente. Por fim o estudo contribuiu com a literatura no monitoramento sobre o risco de falência, prosperidade dos negócios e prevenção de restrições financeiras, trazendo implicações importantes para a estabilidade financeira das firmas brasileiras.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; *Financial Distress*; *Environmental, Social and Governance*, Regionalidade; Desempenho da firma; América Latina.

## ABSTRACT

Companies experience financial distress (FD) when they have insufficient liquidity to meet their financial obligations. This thesis analyzes the role of corporate governance and ESG (Environmental, Social, and Governance) practices in reducing the likelihood of financial distress in Brazilian and Latin American firms. The study was divided into two essays as follows: Essay 1 analyzes the relationship between ownership concentration, board composition, and state ownership with financial distress for Brazilian firms in the period from 2010 to 2022, while Essay 2 analyzes the relationship between ESG performance (overall score and its three pillars) and financial distress for Latin American firms, also in the period from 2010 to 2022. Essay 1 involves two approaches: national and regional. The regional approach investigated whether Brazilian companies with plants, businesses, or subsidiaries in the Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba (TMAP) and southern Goiás regions have lower levels of financial distress. The sample consisted of 360 companies and 4,308 observations/year between 2010 and 2022. In addition to corporate governance mechanisms, Essay 1 also analyzed the relationship between auditing, COVID-19, and regionality with the level of FD. The method adopted was logistic regression, and the proxy for financial distress was based on Altman's Z-Score. The main results were that when a company is state-owned, has high shareholder concentration, and CEO duality, it is more likely to have financial distress. A negative relationship with FD was found for the audit variables and COVID-19. Essay 2 used the multilevel regression method for a sample of 11,724 observations/year, from 2010 to 2022. The aim of this essay was to analyze the relationship between ESG and financial distress in Latin America, as well as its effects on performance, explaining the possible relationships between the new agenda of corporate social responsibility criteria and firms' financial constraints. The study analyzed the relationship between ESG practices and the financial distress of Latin American companies and whether these two aspects together can affect the firm's performance (ROA). A proxy was created to measure the effects of the COVID-19 pandemic period (2020 to 2022) on financial distress. The results show a statistically positive and significant relationship between the ESG score and the likelihood of financial distress, indicating that the greater the social, environmental, and governance responsibility of firms, the greater their likelihood of financial distress. The same behavior was also observed for the environmental, social, and governance scores when analyzed individually. Finally, the study contributed to the literature on monitoring the risk of bankruptcy, business prosperity, and the prevention of financial restrictions, with important implications for the financial stability of Brazilian and Latin American firms.

**Keywords:** Corporate Governance; Financial Distress; Environmental, Social and Governance; Regionality; Firm Performance; Latin America.

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1.</b> Variáveis de Interesse na Relação entre Financial Distress e Governança Corporativa.....	35
<b>Tabela 2.</b> Estatística Descritiva.....	38
<b>Tabela 3.</b> Correlação de Pearson entre as variáveis não binárias da pesquisa.....	39
<b>Tabela 4.</b> Correlação de Spearman das variáveis dummies.....	40
<b>Tabela 5.</b> Associação entre Mecanismos de Governança Corporativa e <i>Financial Distress</i> ..	42
<b>Tabela 6.</b> Efeito dos Mecanismos de GC e da Regionalidade sobre o <i>Financial Distress</i> .....	46
<b>Tabela 7.</b> Efeito da Governança Corporativa sobre o <i>Financial Distress</i> - Teste de Robustez .....	49
<b>Tabela 8.</b> Efeito da Governança Corporativa e da Regionalidade sobre o <i>Financial Distress</i> - Teste de Robustez.....	51
<b>Tabela 9.</b> Resultado das hipóteses .....	52
<b>Tabela 10.</b> Países da América Latina.....	68
<b>Tabela 11.</b> Variáveis do Estudo .....	72
<b>Tabela 12.</b> Estatística Descritiva.....	78
<b>Tabela 13.</b> Correlação de Pearson .....	80
<b>Tabela 14.</b> Modelo Nulo - <i>Financial Distress</i> , ESG e Desempenho.....	81
<b>Tabela 15.</b> Efeito do ESG sobre o <i>Financial Distress</i> das Empresas Latino-Americanas .....	84
<b>Tabela 16.</b> Efeitos do ESG e de seus componentes sobre desempenho (ROA) das Empresas Latino-Americanas .....	88
<b>Tabela A.</b> Trabalhos que relacionam mecanismos de governança corporativa e <i>financial distress</i> .....	119
<b>Tabela B.</b> Trabalhos que relacionam <i>financial distress</i> e CSR /ESG.....	127

## SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO GERAL .....	13
1.2.    Objetivo geral e específicos .....	18
1.3.    Estrutura do Trabalho .....	19
CAPÍTULO 2: <i>FINANCIAL DISTRESS</i> E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO .....	20
1. INTRODUÇÃO.....	20
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	22
2.1.    Teorias que embasam o estudo.....	22
2.2. <i>Financial Distress</i> .....	23
2.3.    Concentração acionária e <i>Financial Distress</i> .....	24
2.4.    Composição do Conselho e <i>Financial Distress</i> .....	25
2.5.    Controle Estatal e <i>Financial Distress</i> .....	27
2.6.    Auditoria e <i>Financial Distress</i> .....	28
2.7.    Diferenças Regionais e <i>Financial Distress</i> .....	30
3.METODOLOGIA .....	32
3.1.    Amostra e fonte de dados .....	32
3.2.    Variáveis do estudo .....	32
3.2.1.    Variável dependente e <i>financial distress</i> .....	32
3.2.2.    Variáveis independentes .....	33
3.2.3.    Variáveis de controle .....	34
3.3.    Modelos econométricos do estudo .....	36
4. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	37
4.1.    Estatística descritiva .....	37
4.2.    Correlação das variáveis .....	39
4.3.    Análise dos Modelos .....	40
4.3.1.    Efeitos da Governança Corporativa sobre o <i>Financial Distress</i> .....	40
4.3.2.    Efeitos da Governança Corporativa e da Regionalidade sobre o <i>Financial Distress</i> .....	45
4.3.3.    Resultados e análise dos testes de robustez .....	48
4.3.4.    Síntese dos Resultados e Análise das Hipóteses .....	52
5.CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	53
CAPÍTULO 3: O <i>FINANCIAL DISTRESS</i> É INFLUENCIADO PELAS PRÁTICAS DE ESG? UMA ANÁLISE DE FIRMAS DA AMÉRICA LATINA .....	55
1. INTRODUÇÃO.....	55
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	60
2.1.    Teorias que embasam o estudo.....	61

2.2.	Estudos sobre ESG/CSR e <i>financial distress</i> .....	62
3.	METODOLOGIA .....	68
3.1.	Amostra e fonte de dados .....	68
3.2.	Variáveis do estudo .....	69
3.2.1.	Variáveis dependentes .....	69
3.2.2.	Variáveis independentes .....	70
3.2.3.	Variáveis de controle .....	70
3.4.	Modelos econométricos do estudo .....	72
4.	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	75
4.1	Estatística descritiva .....	75
4.2.	Correlação das variáveis .....	79
4.3.	Resultados dos modelos nulos sem variáveis independentes .....	81
4.4.	Efeitos do ESG sobre o <i>Financial Distress</i> das empresas Latino-Americanas ..	82
4.5	Efeitos do ESG e do <i>Financial Distress</i> sobre o Desempenho das Empresas ...	86
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	90
CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO DA TESE .....		92
REFERÊNCIAS .....		95
APÊNDICE .....		118

## CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO GERAL

O estudo das restrições financeiras ou *Financial Distress* tem recebido grande apelo nos últimos anos, tanto na academia como no mercado (Mariano, Izadi & Pratt, 2021). A pandemia Covid-19 lançou um holofote sobre a temática *financial distress* (FD). Segundo pesquisa do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), a pandemia foi responsável pelo fechamento de 4 em cada 10 empresas com atividades encerradas no Brasil em junho de 2020 (IBGE Notícias, 2020). Na pesquisa, foi constatado que entre 1,3 milhão de firmas que em junho de 2020 estavam com operações encerradas, cerca de 39,4% apontaram como causa as restrições geradas pela pandemia Covid-19. Esse efeito no fechamento das empresas ocorreu em todos os setores de atividades, chegando a 40,9% entre as empresas do comércio, 39,4% no setor de serviços; 37% na construção e 35,1% na indústria (IBGE Notícias 2020). Por outro lado, houve o fechamento de 539.423 empresas no último quadrimestre de 2022, o que significa aumento de 10,7% em relação ao mesmo período em 2021 e queda de 11,9% em relação ao segundo quadrimestre do ano de 2021 (Ministério da Economia, 2023).

Segundo Martinez e Silva (2018), uma das causas do encerramento das empresas é a inadequada gestão dos recursos financeiros de curto prazo. Isto é, primeiro ocorre uma situação de *financial distress*, uma situação de falta de liquidez e de má gestão do caixa e das dívidas de curto, médio e longo prazo para depois ocorrer a falência da firma (Martinez & Silva, 2018). Segundo Sudarsanam (2001), a dificuldade financeira é uma condição em que uma empresa ou indivíduo não consegue gerar receitas suficientes, tornando-o incapaz de cumprir ou pagar suas obrigações financeiras no vencimento. Isso geralmente se deve a altos custos fixos, um alto grau de ativos ilíquidos ou receitas sensíveis a desacelerações econômicas (Sudarsanam, 2001). Períodos sustentados por fluxos de caixa negativos podem indicar que uma empresa está em dificuldades financeiras. O índice dívida/patrimônio compara a dívida de uma empresa com o patrimônio líquido e é uma boa medida para avaliar o risco de inadimplência da firma (Opler & Titman, 1994).

Pressupõe-se que quando uma empresa possui boas práticas de governança corporativa, ela tende a possuir também boas práticas de gestão de caixa e menor probabilidade de *financial distress* (Li et al., 2021). Diversos autores investigam a relação entre mecanismos de GC e *financial distress*, e constataam que melhores práticas de GC podem proporcionar menor probabilidade de *financial distress* (Hsu & Wu, 2014; Fich & Slezak, 2008; Salloum et al., 2013; Santen & Soppe, 2009; Chancharat et al., 2012, Claessens et al., 2002; Younas et al., 2021). Além disso, Core et al. (1999) argumentou que a prevalência de mecanismos fracos de



GC em uma organização podem elevar as chances de problemas de agência, culminando em uma situação de *financial distress*. Essa situação é considerada preocupante, pois indica deficiências na capacidade de pagar dívidas ou despesas, que, conseqüentemente, envolvem problemas de liquidez, insuficiência de patrimônio, dívidas inadimplentes e falta de ativos circulantes (Hui e Jing-Jing, 2008). O *financial distress* pode forçar as empresas à falência ou à liquidação (Samanta e Johnston, 2019), entretanto, os mecanismos de governança corporativa podem reduzir a chance de que as empresas passem por essa situação, minimizando a probabilidade de insolvência e *financial distress* (Younas et al., 2021). Os estudos citados demonstram que as práticas de governança corporativa contribuem para uma menor incidência de *financial distress*, dando suporte para as hipóteses do presente estudo.

Por outro lado, empresas cujos mecanismos de GC são fracos tendem em geral, a apresentar *financial distress* e problemas de liquidez (Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021). Estudos anteriores, como Manzaneque et al. (2016) para empresas espanholas; Miglani et al. (2015) para empresas australianas; Li et al. (2008) para empresas chinesas; Abdullah e Nahar (2006) para empresas malaias; e Elloumi e Gueyie (2001) estudam a relação governança corporativa e a dificuldade financeira da empresa. Da mesma forma, Daily e Dalton (1994), Al-Tamimi e Hassan (2012), Wang e Deng (2006) e Udin et al. (2017) encontraram resultados inconclusivos. Foi sugerido por Hodgson et al. (2011) que as boas práticas de governança corporativa melhoram o desempenho financeiro e reduzem a probabilidade de *financial distress*. Além disso, as boas práticas de governança corporativa protegem os direitos dos acionistas e melhoram o desempenho da empresa ao reduzir o custo do capital (Reddy et al., 2010). Da mesma forma, Luqman et al. (2018) argumentaram que a adoção de boas práticas de governança corporativa reduz a probabilidade de *financial distress*.

A governança corporativa inclui mecanismos, processos e relacionamentos pelos quais as empresas são controladas e dirigidas (IBGC, 2020). De acordo com Butt e Hasan (2009), a confiança entre credores e investidores é construída sobre os princípios da governança corporativa. A partir da teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976), a governança corporativa está interligada à existência do problema de agência e suas raízes podem ser rastreadas até a separação da propriedade e do controle da empresa (Shleifer & Vishny, 1997). Nos primeiros estudos de previsão de dificuldades financeiras, os pesquisadores usaram apenas variáveis contábeis e econômicas como preditoras. No entanto, em Chaganti et al. (1985) utilizaram também variáveis não financeiras como índices de governança corporativa. Desde a década de 1980, há autores que pesquisaram a importância da governança corporativa em função da probabilidade de dificuldades financeiras (Chaganti et al. 1985; Ciampi, 2013).

A teoria da agência é uma suposição que explica a relação entre acionistas e agentes, e também explica como administrar melhor essa relação por meio de interesses mútuos entre os acionistas (principal) e gestores (agentes), além de avaliar outras relações com credores, acionistas minoritários e outros parceiros em contratos (Jensen & Meckling, 1976). Essa teoria argumenta que na condição de assimetria de informações, o problema de agência é gerado. O risco moral é um exemplo desse problema que pode ocorrer quando os gestores (*insiders*) têm mais informações do que os acionistas (*outsiders*). O objetivo fundamental da teoria da agência é minimizar o problema de agência e os custos associados a ele. Devido às informações assimétricas, os gerentes estão bem-informados sobre o crescimento da empresa para que possam aumentar o endividamento na estrutura de capital e/ou utilizar recursos próprios para aproveitar oportunidades de investimento (Jensen, 1976). A teoria da agência e a governança corporativa são projetadas para resolver os problemas e custos resultantes do conflito de agência. O escopo do problema de agência e os mecanismos de governança corporativa são diferentes de uma empresa para outra, de acordo com os interesses dos *stakeholders* (Jensen, 1976).

Os *stakeholders* da empresa podem ser classificados em duas categorias: internos (acionistas, gestores e funcionários) e externos (fornecedores, credores, clientes, órgãos governamentais e sociedade). Hannan et al. (1984) propôs a teoria das partes interessadas, que consiste em uma teoria de gestão e ética empresarial visando a sustentabilidade financeira como um aspecto comum da teoria do acionista. No contexto da maximização da riqueza dos acionistas, as atividades não financeiras de sustentabilidade (ambiental, social e governança) podem gerar conflitos. Portanto, a teoria dos *stakeholders* propõe que a empresa também deve investir em atividades ambientais e sociais e não só em atividades que visam ao lucro (Clarkson et al., 2011).

Os primeiros estudos sobre *financial distress* (Beaver, 1966; Altman, 1968; Ohlson, 1980) focavam apenas nas informações financeiras e contábeis, uma vez que usavam apenas índices financeiros. No entanto, vários pesquisadores argumentam que os dados financeiros por si só não fornecem todas as explicações para o *financial distress* (Li et al., 2021). Portanto, mostrou-se necessário adicionar variáveis relacionadas à governança corporativa para a construção de melhores modelos (Chen, 2008; Lee e Yeh, 2004 & Chen e Moro, 2011). A governança corporativa é uma área crescente dos estudos em gestão, especialmente para economias em desenvolvimento. As práticas / mecanismos de governança corporativa têm se tornado um ponto focal para os pesquisadores. Existem muitas variáveis que podem ser usadas para medir a governança corporativa em qualquer organização.

Correia, Amaral e Louvet (2011) afirmam que, dadas as particularidades dos problemas de agência no Brasil, existem cinco mecanismos de governança corporativa, quais sejam: 1. Estrutura de propriedade e controle; 2. Composição do conselho de administração; 3. Compensação dos gestores; 4. Transparência das informações publicadas; e, 5. Proteção aos acionistas minoritários. Dentro do mecanismo “Estrutura de propriedade e controle”, Correia, Amaral e Louvet (2011) mencionam também a identidade do acionista controlador, distinguindo-o entre: família, investidor institucional, empresa privada nacional, investidor estatal (entidade governamental), investidor estrangeiro, ou empresa sem acionista controlador. O presente estudo selecionou no seu Capítulo 2 os seguintes mecanismos de GC para investigação mais aprofundada: - Estrutura de propriedade/controlado ou concentração acionária; - composição do conselho de administração, identidade de controle estatal e o papel da auditoria (inserida no mecanismo de transparência).

O Capítulo 2 desta Tese analisou 360 empresas brasileiras listadas na B3 e envolveu uma abordagem regional. Criou-se uma *proxy* para mensurar a regionalidade no Brasil, analisando se as empresas com negócios/plantas/subsidiárias no Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e Sul de Goiás apresentam comportamentos distintos quanto ao *financial distress* e quanto às variáveis de governança corporativa. Também foi criada uma *proxy* para medir os efeitos do período pandêmico oriundo da COVID19 sobre o *financial distress*.

No Capítulo 3 desta Tese, buscou-se analisar como o ESG (*Environmental, Social and Governance*) afeta o nível de *financial distress* de uma amostra de países latino-americanos, no período entre os anos de 2010 e 2022. Partiu-se do pressuposto de que uma melhor performance ESG torna a firma mais confiável e proporciona melhor acesso a financiamento, reduzindo seu nível de *financial distress*. De forma complementar, o capítulo 3 desta Tese também analisa se as práticas de ESG aliadas ao nível de *financial distress* podem influenciar o desempenho da firma. Quanto ao método, o capítulo 3 adotou regressão multinível para uma amostra de 1255 empresas listadas nas bolsas de valores dos países latino-americanos.

Em suma, a tese defendida é: Melhores práticas de governança corporativa e de ESG impactam em uma menor probabilidade de *financial distress* em empresas brasileiras e latino-americanas?

No que tange às contribuições do Ensaio 1 (mecanismos de governança corporativa e *financial distress*), tem-se que ao relacionar os mecanismos de GC com o *financial distress*, este trabalho contribui com a literatura ao lançar um novo olhar sobre o monitoramento dos membros do conselho, a prosperidade dos negócios e a prevenção das dificuldades financeiras, e conseqüentemente traz importantes implicações para a estabilidade financeira na prática

organizacional. Tais informações são úteis para credores, sócios e acionistas que buscam identificar problemas e implementar mudanças financeiras na firma. O trabalho também é útil para acionistas, *stakeholders* e reguladores que supervisionam as empresas, especialmente no que se refere à propriedade estatal e independência do conselho. Nossos resultados auxiliam os formuladores de políticas e governos na elaboração de estratégias de desenvolvimento corporativo. Ademais, a pesquisa introduz constructos novos como comitê de auditoria e regionalidade, avaliando aspectos nunca antes abordados no contexto brasileiro.

Percebe-se na literatura que as empresas que possuem um comitê de auditoria ativo conseguem examinar melhor a qualidade da informação financeira reportada e conseguem ter maior acompanhamento do seu desempenho, o que leva a menor chance de ter restrições financeiras (Calleja, 1999; Hicks & Goo, 2008). Por sua vez, a questão regional que envolve pesquisar as cidades com negócios no Triângulo mineiro, Alto Paranaíba (TMAP) e sul de Goiás e a ocorrência de FD nas mesmas auxilia a entender que o ambiente institucional das firmas, sua cultura e fatores social, político e econômico interferem também nas dificuldades financeiras enfrentadas pelas firmas e nas suas práticas de governança. Não foi encontrado nenhum estudo no Brasil que aplicasse questões regionais na relação GC e FD, o que mostra o caráter inovador deste estudo.

No que tange às contribuições do Ensaio 2 (ESG e *financial distress*), observa-se que este estudo engloba duas perspectivas: (1) analisar se as práticas ESG afetam o nível de *financial distress* das firmas; e (2) analisar se a performance ESG aliada ao nível de *financial distress* poderia influenciar a performance da firma. Não foi encontrado nenhum estudo no Brasil e nem no exterior que conjugasse essas abordagens. A maioria dos estudos existente aborda somente uma das perspectivas descritas. Ademais, há diversos estudos sobre ESG e performance e sobre FD e performance, mas nenhum deles observou se essas variáveis unidas poderiam influenciar a performance corporativa, mostrando o caráter inovador desta tese.

Milani Filho (2008) indica que as práticas sustentáveis e de responsabilidade social estão ligadas à estratégia, sobrevivência, rentabilidade e valor da empresa no mercado e, portanto, contribuem na melhoria da imagem corporativa, e em tese, poderiam reduzir a probabilidade de a firma apresentar restrições financeiras. Por outro lado, autores como Boaventura et al (2009) afirmam que a única responsabilidade social das firmas é maximizar o lucro dos acionistas, de forma competitiva e justa, também baseados em autores seminais como Friedman (1962). Neste sentido, firmas financeiramente restritas, por terem limitações orçamentárias, não estariam dispostas a realizar grandes investimentos em práticas de ESG,

sendo que, talvez não por opção, mas por limitações financeiras, tais firmas não se engajem tanto nas atividades de ESG.

Como contribuição prática, sabe-se que ao compreender melhor os fatores determinantes do *financial distress*, uma empresa pode reduzir as chances de insucesso empresarial, o que pode aumentar sua eficiência e melhorar seu desempenho e valor perante seus sócios, investidores e sociedade em geral. Como contribuição regional, sabe-se que poucos trabalhos no Brasil e no mundo analisaram as diferenças regionais dentro de um país cruzadas com seus aspectos financeiros (Palacín-Sánchez et al., 2013). Foram encontrados os seguintes estudos sobre *financial distress* e regionalidade: Abínzano et al (2023) e Jacoby et al (2019), no entanto, este estudo se difere, pois, abordou a mesorregião do TMAP e sul de Goiás. Dado que o Brasil é um país heterogêneo, com diversas economias e culturas, com regiões mais desenvolvidas e outras estancadas e pobres (Forlin & Rodrigues, 2012), percebe-se diversas diferenças entre as regiões brasileiras que poderiam ser mais exploradas em termos de seus impactos sobre os aspectos financeiros das firmas.

Esse estudo pode ser útil para credores para prevenir perdas, assim como para sócios e gestores para promoverem melhorias na administração do caixa. O estudo também pode ser útil para investidores e reguladores que buscam supervisionar as firmas de capital aberto com relação à sua estrutura de governança, de responsabilidade social e de gestão financeira. As empresas que apresentarem melhores mecanismos de GC e práticas de responsabilidade social, além de um *financial distress* controlado, podem ser mais confiáveis ao aporte financeiro, o que poderia contribuir para o desenvolvimento econômico do país em que se encontram.

## 1.2. Objetivo geral e objetivos específicos

O objetivo geral do estudo é investigar a relação entre mecanismos de governança corporativa e de ESG, e o nível de *financial distress* de empresas brasileiras, regionais e latino-americanas.

No que se refere aos objetivos específicos, pode-se citar:

- Analisar a relação entre mecanismos de governança corporativa tais como, concentração acionária, composição do conselho de administração, controle estatal e comitê de auditoria com o nível de *financial distress* no Brasil;
- Analisar a relação entre *Environmental, Social and Governance* (ESG) e *financial distress* na América Latina, além de seus desdobramentos sobre a performance.

### 1.3. Estrutura do Trabalho

Este estudo possui a seguinte estrutura:

- 1) O capítulo 1 introduz o trabalho, apresentando o contexto, o problema de pesquisa, os objetivos, assim como as justificativas. Esta seção é importante, pois apresenta de forma integrada os diversos aspectos contemplados nesta pesquisa.
- 2) O capítulo 2 traz evidências empíricas sobre as relações entre governança corporativa e *financial distress* no Brasil, apresentando os mecanismos de GC selecionados na investigação e a importância de se estudar FD e GC;
- 3) O capítulo 3 envolve um estudo multipaíses sobre ESG (*Environmental, Social and Governance*) e *financial distress*, explicando as possíveis relações entre a nova agenda de critérios de responsabilidade social corporativa e as restrições financeiras das organizações.
- 4) No capítulo 4 apresentam-se as considerações finais do estudo, contendo sugestões para futuras pesquisas e limitações do trabalho.

## **CAPÍTULO 2: FINANCIAL DISTRESS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

*Financial Distress and Corporate Governance: A study in the brazilian capital market*

### **1 – INTRODUÇÃO**

Nos últimos anos, o estudo das restrições financeiras ou *financial distress* tem recebido grande apelo tanto na academia como no mercado (Mariano, Izadi & Pratt, 2021). A pandemia Covid-19 elevou o interesse sobre a temática *financial distress* (FD). Segundo pesquisa do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a pandemia foi responsável pelo fechamento de 4 em cada 10 empresas com atividades encerradas no Brasil em junho de 2020 (IBGE Notícias, 2020). Por outro lado, houve o fechamento de 539.423 empresas no último quadrimestre de 2022, o que significa aumento de 10,7% em relação ao mesmo período em 2021 e queda de 11,9% em relação ao segundo quadrimestre do ano de 2021 (Ministério da Economia, 2023).

Alguns estudos têm discutido que certos mecanismos de governança como composição do conselho, estrutura de propriedade, remuneração da administração e características pessoais podem ter um impacto sobre o risco de dificuldades financeiras de uma empresa e, portanto, podem ser usados para prever se estão atrelados ao desempenho e à posição financeira da firma (Li et al., 2020). Esta pesquisa investiga quais características de governança corporativa afetam as companhias brasileiras em períodos de *financial distress*.

Correia, Amaral e Louvet (2011) afirmam que, dadas as particularidades dos problemas de agência no Brasil, existem cinco mecanismos de governança corporativa, quais sejam: 1. Estrutura de propriedade e controle; 2. Composição do conselho de administração; 3. Compensação dos gestores; 4. Transparência das informações publicadas; e, 5. Proteção aos acionistas minoritários. Dentro do mecanismo “Estrutura de propriedade e controle”, Correia, Amaral e Louvet (2011) mencionam também a identidade do acionista controlador, distinguindo-o entre: família, investidor institucional, empresa privada nacional, investidor estatal (entidade governamental), investidor estrangeiro, ou empresa sem acionista controlador.

Em busca das causas de *financial distress* (FD), Argenti (1976) constatou que a má governança e as práticas inadequadas de gestão financeira são as principais causas do fracasso empresarial. As características da “má governança” descritas por Argenti (1976) incluem a dualidade do CEO-Chairman (*Chief Executive Officer* e Presidente do Conselho de

Administração), conselho não atuante, equipe de alto escalão incapacitada e administração financeira fraca.

A governança corporativa inclui mecanismos, processos e relacionamentos pelos quais as empresas são controladas e dirigidas (IBGC, 2020). De acordo com Butt e Hasan (2009), a confiança entre credores e investidores é construída sobre os princípios da governança corporativa. Li, Crook, Andreeva & Tang (2021) argumentam que os dados financeiros por si só não fornecem todas as explicações para o *financial distress*. Portanto, é necessário adicionar variáveis relacionadas à governança corporativa para a construção de melhores modelos (Lee e Yeh, 2004).

Chen e Lien (2020) afirmam que um conselho de administração de tamanho maior implica em mais ligações externas e em diversificação da experiência de seus membros, minimizando a probabilidade de FD. A estrutura de GC pode melhor desempenhar suas funções quando a maioria dos diretores presentes nos comitês são independentes e trabalham livremente sem influência dos CEOs (Hadani et al., 2011). Além disso, o desempenho financeiro da empresa pode melhorar significativamente com o aumento do número de conselheiros independentes nos comitês do conselho (Puni, 2015), o que pode, em última análise, diminuir a probabilidade de restrição financeira da empresa (Brédart, 2014; Carcello & Neal, 2000).

Em especial, este estudo analisa a relação entre concentração acionária, composição do conselho de administração, propriedade estatal e comitê de auditoria com *financial distress*. O estudo adotou o método de regressão logística e o indicador de *financial distress* de Altman (1968) que desenvolveu uma variável contínua para mensurar FD que tem sido extensivamente usada em estudos recentes sobre o tema (Richardson et al., 2015; Lee et al., 2017; Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021), devido à sua alta capacidade de prever *financial distress*.

A partir do contexto apresentado, tem-se o problema de pesquisa do Ensaio 1 da tese, qual seja: Melhores práticas de governança corporativa levam à redução do nível de *financial distress* no Brasil? Essa questão geral de pesquisa poderia ser desmembrada da seguinte forma: - Qual a relação entre concentração acionária e *financial distress*? – Qual a relação entre a composição do conselho de administração e *financial distress*? - Firms com controle estatal apresentam menor *financial distress*? – Qual a relação entre a presença do comitê de auditoria e *financial distress*? - Firms localizadas em cidades com negócios no TMAP e sul de Goiás apresentam menor FD?

Ao relacionar os mecanismos de governança corporativa com o *financial distress*, este trabalho contribui com a literatura ao lançar um novo olhar sobre o monitoramento dos membros do conselho, a prosperidade dos negócios e a prevenção das dificuldades financeiras,



e conseqüentemente traz importantes implicações para a estabilidade financeira na prática organizacional. Tais informações são úteis para credores, sócios e acionistas que buscam identificar problemas e implementar mudanças financeiras na firma. O trabalho também é útil para acionistas, *stakeholders* e reguladores que supervisionam as empresas, especialmente no que se refere à propriedade estatal e independência do conselho. Espera-se que os resultados deste estudo ajudem os formuladores de políticas e governos na elaboração de estratégias de desenvolvimento corporativo. Ademais, ao introduzir constructos novos como comitê de auditoria e regionalidade, o artigo lança uma nova perspectiva, avaliando aspectos nunca antes abordados no contexto brasileiro.

Percebe-se na literatura que as empresas que possuem um comitê de auditoria ativo conseguem examinar melhor a qualidade da informação financeira reportada e conseguem ter maior acompanhamento do seu desempenho, o que leva a menor chance de ter restrições financeiras (Calleja, 1999; Hicks & Goo, 2008). Por sua vez, a questão regional da Tese deve auxiliar a entender que o ambiente institucional das firmas, sua cultura e fatores social, político e econômico interferem também nas dificuldades financeiras enfrentadas pelas firmas e nas suas práticas de governança. Não foi encontrado nenhum estudo no Brasil que aplicasse questões regionais na relação GC e FD, o que mostra o caráter inovador deste estudo.

## **2 – REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 – Teorias que embasam o estudo**

Primeiramente, pode-se citar a Teoria da Agência proposta por Jensen e Meckling (1976). Dado que as firmas que adotam boas práticas de governança corporativa tendem a proporcionar maior retorno ao acionista, segurança, redução de riscos, melhor imagem corporativa e menor assimetria entre os agentes, percebe-se que o tema remete à Teoria de Agência, no sentido de que as firmas com melhores práticas de GC tendem a minimizar os custos de agência, o que, conseqüentemente, pode influenciar o nível de *financial distress*.

Por outro lado, tem-se a Teoria dos Fluxos de Caixa Livres de Jensen (1986). Segundo ela, os gestores reduzem o caixa livre para fazer investimentos que elevem a riqueza dos acionistas. Dessa forma, quando os gestores optam por um maior endividamento, eles diminuem o fluxo de caixa livre aos acionistas, gerando impacto sobre o nível de *financial distress* das firmas.

Já a Teoria da Sinalização proposta por Spence (1973), sugere que quando a empresa adota uma estratégia de empréstimo agressiva, o mercado responde positivamente. Os investidores percebem que a direção da empresa está confiante, e que podem gerar fluxos de

caixa suficientes para cumprir as obrigações atuais e futuras. A teoria faz uma alusão a gestão de investimento de fundos de forma eficiente, elucidando que uma situação adversa pode levar ao *financial distress* e aos custos de falência relacionados. Além disso, quando o *financial distress* da firma se torna eminente, o conflito entre acionistas e credores pode aumentar.

## **2.2 Financial Distress**

*Financial Distress* (Restrição Financeira) corresponde à situação na qual as empresas não possuem fluxo de caixa suficiente para cobrir suas obrigações (Pindado et al., 2008). De acordo com Asquith et al. (1994), quando as empresas enfrentam situações de restrição financeira, elas tentam evitar a falência reestruturando seus ativos e passivos. Almeida et al. (2004) mostram que os padrões de retenção de caixa variam durante períodos de *financial distress*, porque as empresas em dificuldades financeiras teriam maior probabilidade de reter o fluxo de caixa do que as que não estão em situação de restrição.

Amendola et al. (2015) encontraram determinantes de *financial distress* (FD) em empresas italianas e López-Gutiérrez et al. (2015) relataram que as empresas em dificuldades financeiras acabam tendo menores oportunidades de investimento e costumam perder chances de realizar investimentos rentáveis. De acordo com Edwards et al. (2016), as empresas em dificuldades têm um custo de capital mais elevado, classificações de crédito mais fracas, possuem menos acesso a fontes de financiamento externas e são mais propensas a assumir riscos, o que as obriga a assumir comportamentos de risco e adotar estratégias agressivas de evasão fiscal.

Horta, Alves e Carvalho (2014) argumentam que governo, acionistas, agentes externos, agências de classificação de risco (Rating), auditores, clientes e colaboradores são *stakeholders* afetados por cenários de *financial distress* das empresas e com isso, possuem amplo interesse em identificar problemas de insolvência (Altman, 1968; Beaver, 1966; Zmijewski, 1984).

Na prática, quando uma empresa consegue melhorar seu desempenho e seus indicadores econômico-financeiros, ela também consegue reduzir suas falhas operacionais, realinhar sua gestão de caixa e gerar maior segurança aos *stakeholders* (Horta et al., 2014). Estudos seminais como os de Beaver (1966) e Altman (1968) encontraram relações financeiras determinantes do fracasso empresarial e verificaram indicadores financeiros com o intuito de prever falências organizacionais.

Whitaker (1999) admite que a maioria das organizações entra em dificuldades financeiras como resultado de uma falha de gestão e não por fragilidade econômica do segmento e/ou do país em que estão inseridas. Entretanto, as ações adequadas da administração

representam um fator determinante de recuperação e melhoria no valor de mercado das empresas, inclusive para aquelas que foram, historicamente, mal administradas.

Os sinais da falta de gestão financeira adequada e da má administração do caixa refletem em consecutivos modos de *financial distress*. De acordo com Rechden e Miller (2015), as empresas podem ter dificuldades no caixa, rompimento nas relações com fornecedores, informações financeiras inadequadas ou fraudulentas, em que pode haver distorções nas avaliações de ativos, conseqüentemente gerando falhas nos controles internos relacionados aos mecanismos de governança corporativa. Ou seja, a má gestão financeira de curto prazo e seus desdobramentos em termos de transparência e mecanismos de controle tem relação com as práticas de governança corporativa dentro da organização (Rechden & Miller, 2015).

A incidência do *financial distress* apontada por Wruck (1990), afirma que uma organização pode ser definida como insolvente quando apresenta um patrimônio líquido negativo. Entretanto, Pindado, Rodrigues e Torres (2008) afirmam que a empresa financeiramente restrita é aquela que apresenta um EBITDA inferior à despesa financeira em dois exercícios consecutivos, levando a queda em seu valor de mercado. A primeira prerrogativa está sustentada em organizações que não conseguem gerar receitas adequadas em sua operação de modo a cumprir com as obrigações financeiras, causando um déficit nos fundos operacionais.

Segundo Dumont e Schmit (2014), o resultado financeiro, medido pelo EBITDA, pode estar sujeito a pagamentos diferidos, significando que pode ocorrer lucro mesmo com o fluxo de caixa negativo. Em uma linha paralela de pesquisa, Almeida e Campello (2007) consideram o efeito da tangibilidade dos ativos de empresas financeiramente restritas quando testam a sensibilidade do investimento corporativo. Para os autores, empresas sob situação de *financial distress* possuem nível decrescente de sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa de acordo com o aumento da tangibilidade dos ativos da organização.

### **2.3. Concentração acionária e *Financial Distress***

As empresas caracterizadas por alto nível de concentração acionária são aquelas cujo acionista majoritário detém um percentual significativo (mais que 10%) das ações ordinárias. Alguns estudos têm demonstrado que empresas com este perfil podem ter performance diferenciada e podem ter particularidades em suas restrições financeiras e gestão financeira de curto prazo (Wang e Deng, 2006; Mariano et al., 2021). Na situação de falência da empresa, os acionistas controladores sofrerão grandes prejuízos devido à sua participação na empresa. Assim, os acionistas controladores irão monitorar o comportamento da gestão para se proteger

contra decisões oportunistas, ou seja, eles têm incentivos para monitorar a gestão e prevenir conflitos de interesse que possam causar danos à empresa (Mariano et al., 2021).

Por outro lado, Younas et al. (2021) descobriram que a concentração acionária pode aumentar a probabilidade de *financial distress* porque pode levar à tomada de decisões monopolistas e pode reduzir a independência da empresa, expropriando os direitos dos acionistas minoritários. Além disso, Jensen (1993) também concluiu que a concentração acionária pode levar a informações assimétricas entre acionistas majoritários e minoritários, aumentando assim a probabilidade de *financial distress*. Os grandes acionistas podem usar seu poder para influenciar a gestão e usá-la em seu próprio benefício, o que por sua vez pode prejudicar os acionistas minoritários e aumentar a probabilidade de restrições financeiras (La Porta et al., 2000; Lee & Yeh, 2004). Com base nas pesquisas de Wang e Deng (2006) e Mariano et al. (2021), os acionistas controladores terão mais incentivos para monitorar o comportamento da gestão porque sua participação ou investimento na empresa é significativa.

Ao avaliar empresas espanholas, Shahwan (2015) considerou a concentração acionária e os direitos dos acionistas como potenciais impulsionadores de *financial distress*. Vários artigos também fazem referência a concentração acionária como um relevante causador de *financial distress*. Por exemplo (Li et al., 2008), com propriedade institucional e outros trabalhos (Manzaneque et al., 2016b; Udin et al., 2017) concordam que a probabilidade de *financial distress* está associada à concentração acionária. Gerged, Yao e Albitar (2023) analisaram a composição do conselho e a estrutura de propriedade e seus impactos sobre a probabilidade de *financial distress* de 350 empresas de manufatura do Reino Unido. Constataram que a concentração de propriedade é positivamente relacionada ao *financial distress*.

Logo, espera-se segundo a literatura estudada, que a concentração acionária possui a tendência de aumentar a probabilidade de *financial distress* (Jodjana, Nathaniel, Rinaningsih & Pranoto, 2021). Com base nos autores supracitados, formulou-se a primeira hipótese deste estudo:

**H1:** Existe uma relação positiva entre concentração acionária e *financial distress*.

#### **2.4. Composição do conselho de administração e *Financial Distress***

O conselho de administração representa um dos principais pilares de tomada de decisão de uma empresa. Em algumas empresas, o CEO (*Chief Executive Officer*) e o Presidente do Conselho (*Chairman*) são a mesma pessoa (o que a literatura chama de Dualidade CEO-Chairman), embora suas funções sejam muito diferentes. O IBGC (Instituto Brasileiro de

Governança Corporativa) recomenda que não haja dualidade de funções CEO-Chairman e que exista um percentual de membros independentes no conselho de administração (IBGC, 2020).

Daily e Dalton (1994) estudaram 50 pares de empresas falidas e não falidas em horizontes de três e cinco anos e descobriram que a interação da dualidade CEO/Presidente do Conselho e diretores independentes estava positivamente relacionada à falência das firmas. É possível distinguir as relações entre os diretores internos e externos (independentes) no conselho de administração (Hsu & Wu, 2014).

Alguns estudos (Hsu & Wu, 2014; Salloum et al., 2013; Santen & Soppe, 2009) discutiram a influência do Conselho de Administração na falência e/ou nas dificuldades financeiras de empresas. O papel dos conselheiros independentes ou externos no conselho tem recebido atenção considerável ao longo dos anos, pois se acredita que eles fortalecem o monitoramento do desempenho da empresa e ajudam a aumentar a diversidade.

Na pesquisa de Li et al. (2008), os conselheiros independentes mostraram-se negativamente associados à probabilidade de dificuldades financeiras. Por outro lado, Hsu e Wu (2014) descobriram que a presença de conselheiros externos é negativamente relacionada à sobrevivência da empresa e aumentam a probabilidade de falência do negócio, enquanto os conselheiros internos se saem melhor no monitoramento do conselho. Santen e Soppe (2009), em um estudo de caso na Holanda, mostraram que as firmas em dificuldades financeiras apresentam um percentual maior de conselheiros independentes. Em resumo, os estudos anteriores não chegaram a um consenso sobre se os conselheiros independentes têm um efeito positivo ou negativo sobre as dificuldades financeiras.

O efeito do tamanho do conselho foi explorado por Daily e Dalton (1994) e Jensen (1993), que sugeriram que pequenos conselhos são mais eficientes e têm menores custos de produtividade durante qualquer processo de coordenação. Esse argumento foi posteriormente apoiado por Santen e Soppe (2009). No entanto, Darrat et al. (2016) encontraram um efeito misto do tamanho do conselho: ter um conselho maior reduz o risco de falência para empresas complexas com diversos segmentos de negócios, mas não para empresas menos diversificadas ou orientadas para um mercado único. Em novas firmas de IPO (*Initial Public Offerings*), Chancharat et al. (2012) constataram que um conselho pequeno ou grande supera o desempenho daqueles conselhos de tamanho médio em termos de tempo de sobrevivência da empresa.

Na mesma linha de estudos, Cardoso, Peixoto e Barboza (2019) investigaram quais características do conselho de administração afetam as firmas em períodos de FD entre empresas brasileiras não financeiras, e examinaram qual modelo melhor se adapta para prever o *financial distress*. Constataram que existe uma relação não monotônica entre tamanho do

conselho e FD, indicando um número ótimo de seis membros para o conselho durante os períodos de *financial distress*. Entretanto, não encontraram significância para a independência do conselho para evitar ou reduzir o FD das firmas.

Por sua vez, Bodroastuti (2009) e Manzanque et al. (2016) encontraram que a composição do conselho pode reduzir a probabilidade de FD. Segundo eles, um grande conselho pode ajudar a monitorar melhor o processo de elaboração de relatórios financeiros. Entretanto, Helena e Saifi (2018) encontraram que um grande conselho pode na verdade aumentar a possibilidade de FD.

Assim, conforme os estudos apresentados, espera-se que quando o conselho de administração segue as premissas do IBGC e da CVM, isto é, não-dualidade CEO-Chairman, independência de seus membros, profissionalização de seus membros, tais características possam reduzir a probabilidade de *financial distress* (Cardoso, Peixoto & Barboza, 2019; Jodjana et al, 2021).

Com base nos estudos apresentados, elaboraram-se as seguintes hipóteses sobre composição do conselho de administração:

**H2A:** Existe uma relação negativa entre independência do conselho e *financial distress*;

**H2B:** Existe uma relação positiva entre dualidade do CEO-Chairman e *financial distress*.

## **2.5. Controle Estatal e *Financial Distress***

Entre os estudos sobre governança corporativa, há alguns que abordam a questão da propriedade estatal. As organizações estatais têm algumas particularidades e vantagens em relação às empresas privadas: não precisam cobrir totalmente as despesas de vendas e receitas; são lucrativas e possuem perdas subsidiadas; recebem fundos de bancos públicos independentemente dos riscos (Lin & Tan, 1999).

Embora usufruam das vantagens de fazer parte de uma economia planejada e raramente irem à falência, a Teoria de Agência mostra que os interesses de muitos níveis de agentes conflitam entre si dentro das empresas estatais, porque o Estado é tanto o regulador quanto o administrador. Khaw et al. (2016) constataram que as empresas controladas pelo estado estão menos dispostas a assumir riscos, o que pode levar a uma menor chance de falência. Zeitun e Gang Tian (2007) sugeriram que a propriedade do governo poderia ser usada como um indicador de provável inadimplência.

Em empresas estatais onde o governo tem grandes ações concentradas, a propriedade estatal pode levar a problemas de corrupção e responsabilidade social. Portanto, a propriedade

estatal assume direções opostas: vantagens e desvantagens interagem para influenciar o desempenho da empresa. São necessários mais estudos para estabelecer a relação entre propriedade estatal e dificuldades financeiras (Shleifer & Vishny, 1997; Li et al., 2020).

Do exposto, podemos ver que, embora as pesquisas anteriores tenham examinado as relações entre as medidas de governança corporativa e dificuldades financeiras, nenhum consenso foi alcançado sobre como e se a propriedade estatal afeta a probabilidade de *financial distress* no Brasil. Diferentes países possuem diferentes sistemas regulatórios de estrutura empresarial, aumentando a complexidade da análise. Em contraste com o estudo chinês de Wang e Deng (2006) que se limita a pequenas amostras, algumas variáveis e uma análise transversal, Zeitun e Gang Tian (2007) demonstram as relações entre as medidas de governança corporativa e o risco de crise financeira, com um grande conjunto de dados de painel das empresas brasileiras cobrindo a crise financeira. O caso da China oferece uma oportunidade para abordar a questão do papel da propriedade estatal, que tem grande impacto tanto no acesso ao financiamento quanto nos conflitos potenciais dos agentes.

Com base nos estudos supracitados, chegou-se a hipótese 3 abaixo:

**H3:** Se a firma tem controle estatal, ela terá menor probabilidade de *financial distress*.

## **2.6. Auditoria e *Financial Distress***

Estudos de Abdeljawad et al. (2020) mostram que a existência do comitê de auditoria, juntamente com outros mecanismos envolvendo o conselho e a estrutura de propriedade, melhorou a qualidade da governança das empresas palestinas e proporcionou melhores oportunidades de investimento. Por sua vez, Chen et al. (2017) investigaram a associação entre governança corporativa e *financial distress* para firmas na China durante o período de 2005 a 2014, onde descobriram um efeito negativo do tamanho do comitê de auditoria sobre o *financial distress* das grandes empresas.

Pesquisas anteriores de Udin et al. (2017) encontraram uma relação negativa entre a qualidade da auditoria e o *financial distress* em empresas no Paquistão, no período de 2010 a 2016. Eles concluíram que a independência do conselho aumenta o poder de monitoramento do CEO e atenua qualquer comportamento que possa comprometer o desempenho financeiro da firma, conseqüentemente minimizando o *financial distress*. Por sua vez, Manzaneque et al. (2016) estudaram os impactos da experiência financeira, do monitoramento e da especialização do comitê de auditoria sobre o *financial distress* na Espanha. Eles descobriram que a experiência e o monitoramento do comitê de auditoria afetam negativamente o *financial*

*distress*, corroborando para uma maior propensão a segurança institucional, o que reduziria o risco de falência. DeFond et al., (2017) mostraram que os mecanismos de governança associados a experiência e ao monitoramento do comitê de auditoria afetam negativamente a probabilidade da firma entrar em uma situação de *financial distress*. A partir de uma regressão multivariada com dados em painel, o autor evidenciou que as companhias em *financial distress* apresentavam menores níveis de governança corporativa e apresentavam um comitê de auditoria menos experiente em relação às companhias saudáveis, elucidando que quanto maior a qualidade dos índices de GC, menor é a possibilidade de *financial distress*. Ainda de acordo com DeFond et al., (2017), o mecanismo de GC relacionado ao Comitê de Auditoria foi o único que não se mostrou significativo estatisticamente e a métrica de *financial distress* que se mostrou mais significativa foi a de Altman (1968).

Estudos de Iatridis (2012) demonstram que dados os níveis mais baixos de fiscalização normalmente associados a economias menos desenvolvidas, as 4 grandes firmas de auditoria parecem desempenhar um papel importante em relação à forma como as empresas se envolvem em práticas de manipulação de resultados, o que pode mudar a forma de operar das empresas que enfrentam altos níveis de *financial distress*. A literatura fornece descobertas empíricas convincentes de que as Big 4 (Deloitte, Ernst Young, KPMG e PwC) estão associadas a uma qualidade de auditoria mais alta do que os auditores não Big 4 (Behn et al., 2008; DeFond et al., 2017; Iatridis, 2012). Assim, “os auditores das Big 4 são mais sensíveis ao custo de relatórios incorretos do cliente e seu efeito na reputação do auditor e são mais propensos a impor maior qualidade de ganhos” (Francis & Wang, 2008, p. 158). Em comparação com as empresas de auditoria não pertencentes às Big4, é provável que as empresas auditadas pelas grandes forneçam maior escrutínio dos relatórios financeiros, para evitar qualquer litígio futuro por partes interessadas externas, dado o grave dano à reputação que o litígio pode causar (Hogan, 1997).

Com base nesses argumentos, Iatridis (2012) demonstra empiricamente que as empresas de mercados emergentes do Brasil e da África do Sul que são auditadas por auditores Big 4 provavelmente apresentam níveis mais baixos de *financial distress*. Estudos semelhantes em mercados emergentes também descobriram que a auditoria das demonstrações financeiras por uma empresa Big 4 restringe os lucros. Essa constatação ratifica os achados de Silva e Leal (2005) e Silva (2015) e, na visão de Archambault e Archambault (2003) e Coelho (2016), pode ser oriunda das estratégias das companhias brasileiras, a fim de denotarem maior credibilidade às suas demonstrações financeiras, visto que as firmas Big4 (Deloitte, Ernst Young, KPMG e PwC) são qualificadas no mercado financeiro, como sinônimo de expertise em auditoria. Além



do mais, como no relatório de auditoria há menção sobre os pressupostos de continuidade do negócio (Segal, 2017), o fato dessa análise ser realizada por uma Big4 alude maior confiabilidade quando se trata de compreender as probabilidades de *financial distress*. Dessa forma, a opinião das Big4 é compreendida como de maior qualidade, contribuindo para garantia de uma melhor saúde financeira das companhias.

A partir dos estudos apresentados, chegamos as hipóteses do estudo, que são as seguintes:

**H4A:** Espera-se relação negativa entre o fato de a firma ser auditada por uma das Big4, e o nível de *financial distress*.

**H4B:** Espera-se relação negativa entre a presença do comitê de auditoria na firma e *financial distress*.

**H4C:** Espera-se relação negativa entre a maior presença de membros independentes no comitê de auditoria e *financial distress*.

## 2.7. Diferenças Regionais e *Financial Distress*

Poucos trabalhos analisaram aspectos financeiros e suas diferenças regionais dentro do Brasil e mesmo no exterior. Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Di Pietro (2013) analisaram o nível de endividamento de pequenas e médias empresas espanholas, diferenciando-as por regiões, no período de 2004 a 2007. Para regionalidade, é interessante observar que os autores adotaram seis indicadores visando compreender as particularidades das firmas em cada uma das 17 regiões da Espanha. Os indicadores foram: 1) proporção de depósitos bancários/PIB; 2) proporção do número de agências bancárias regionais por 1.000 habitantes; 3) índice Lerner; 4) PIB per capita; 5) crescimento do PIB e 6) taxa de inflação. Constataram que a estrutura de capital das firmas difere entre as regiões, apontando que tais diferenças podem decorrer das diferenças regionais e do grau de desenvolvimento de cada região, dos seus sistemas tributários, da cultura regional, dentre outros.

Por sua vez, Wang, Wang e Johnson (2018) estudaram o efeito da localização geográfica nas escolhas de estrutura de capital de companhias dos EUA, entre os anos de 1980 a 2006. Constataram que a localização da firma influencia na sua estrutura de capital, pois foi encontrado que as firmas localizadas no centro tiveram menor nível de endividamento que as firmas localizadas em áreas remotas do país.

Não foi encontrado nenhum estudo no Brasil e nem no exterior sobre *Financial Distress* e diferenças regionais. Por isso estamos adaptando os estudos de estrutura de capital para a realidade deste estudo. Desse modo, dado que o Brasil é um país heterogêneo, com diversas

economias e onde existem regiões estancadas e outras bastante ativas (Forlin & Rodrigues, 2012), podem-se destacar as seguintes características das regiões brasileiras: Observa-se que as regiões Norte e Nordeste possuem os maiores índices de pobreza e os piores índices de renda per capita e de desenvolvimento humano do país, enquanto que, as regiões Sul e Sudeste possuem os melhores índices de desenvolvimento humano e seus indicadores econômicos e sociais são semelhantes aos dos países desenvolvidos (Franco Júnior & Massuquetti, 2009). Além disso, a região Sudeste é a região com o maior crescimento do setor industrial e a que aporta a maior parte do Produto Interno Bruto (PIB) da nação (Franco Júnior & Massuquetti, 2009; Siqueira & Siffert Filho, 2001).

Esse recorte do estudo a partir de uma lógica da regionalidade vem ganhando espaço nas pesquisas das ciências sociais aplicadas, visto que embora o mundo possua uma dinâmica globalizada, os atores sociais, agentes públicos, organizações, comunidades, mercado e sociedade permanecem atuando primordialmente nos contextos de suas respectivas cidades e regiões (Gil et al., 2013). Em outras palavras, apesar da aproximação das fronteiras globais iniciada no século XX, papéis sociais, símbolos culturais, territoriais, influenciam e são influenciados pelos agentes que compõem determinada região (Pozenato, 2001). Também, Joo (2003) reforça que compreender a atuação dos agentes de uma região, permite entender como os aspectos socioeconômicos refletem-se nos indivíduos desta localidade.

Há evidências de que a estrutura de capital possa ser influenciada pela localização geográfica e pelos fatores regionais de um mesmo país (Di Pietro et al., 2018; Palacín-Sánchez et al., 2013; Wang et al., 2018) e que há acentuadas diferenças entre as regiões brasileiras que caracterizam indícios de regiões mais desenvolvidas que outras. O Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, mostra uma clara expansão das atividades agroindustriais, como a pecuária extensiva, sendo a que possui maior rebanho bovino do estado de Minas Gerais, e com a alta produção de grãos, sendo a segunda mais importante na cultura do café. As mesorregiões do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba e do Sul Goiano, são privilegiadas por sua localização, possuindo uma das mais relevantes e estratégicas malhas viárias do país, interligando diversas regiões. Considerando que essa região está em pleno crescimento e possui foco no agronegócio, pode-se esperar que as empresas que atuam nessa região se beneficiem de seu dinamismo para elevar sua rentabilidade e reduzir a chance de entrar em *financial distress* (Bernardes & Ferreira, 2013; IBGE, 2017; Silva & Cleps, 2009; Pereira, 2012).

A partir dos estudos supracitados e considerando a disponibilidade de dados e o foco do programa PPGAdm (região do TMAP e sul de Goiás), formulou-se a seguinte hipótese:

**H5:** As firmas localizadas na região do TMAP e sul de Goiás apresentarão menor *financial distress*.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra e fonte de dados

Para investigar os efeitos da governança corporativa e da regionalidade sobre o *financial distress*, inicialmente considerou-se uma amostra formada pelas companhias brasileiras não financeiras listadas na B3. Após a exclusão das empresas financeiras e de seguros devido às suas particularidades contábeis, a amostra final foi composta de 360 firmas. Os dados foram coletados por meio do formulário de referência da Comissão Valores Mobiliários e na base de dados da *Thomson Reuters*, no período de 2010 a 2022. Optou-se por esse intervalo de tempo, sobretudo, em face das mudanças de padronização efetivadas em decorrência da vigência das normas internacionais de Contabilidade - IFRS - *International Financial Reporting Standards* no ano de 2010, que culminou na melhoria na qualidade das informações divulgadas no mercado brasileiro (Antunes et al., 2017).

Para o nível regional, a amostra foi dividida em duas sub-amostras, de forma que as 360 firmas brasileiras foram divididas em dois grupos: 77 firmas que possuem atividades no Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e no Sul de Goiás e 283 firmas que não possuem atuação na região delimitada pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia. Seguindo Jesuka e Peixoto (2023), considerou-se como critério de verificação consistiu na firma manter pelo menos uma sede, planta operacional, um subsídio ou um representante dentro da região do TMAP e do Sul de Goiás.

#### 3.2 Variáveis do estudo

As variáveis do estudo foram selecionadas com base na literatura, especialmente nos autores: Pindado et al. (2008), Manzanque et al. (2016), Li, Crook, Andreeva & Tang (2020), Mariano, Izadi & Pratt (2020), Jodjana et al (2021) e Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021).

##### 3.2.1 Variável dependente *financial distress*

A métrica para o cálculo da variável dependente FD foi o Z-score de Altman (1968), amplamente reconhecido nos estudos sobre essa temática. O Z-score de Altman (1968) é considerado a ferramenta mais eficaz para prever a dificuldade financeira das empresas (Garškaitė, 2008; Mackevičius & Silvanavičiūtė, 2006). Além disso, o Z-score Altman estima

resultados precisos e confiáveis para a probabilidade de dificuldades financeiras. Estudos anteriores (Lugovskaya, 2010; Garcia, Osma & Guillamon-Saorin, 2011; Udin et al., 2017) já testaram a consistência e robustez do Z-score Altman para prever o *financial distress* em mercados emergentes. O Z-score de Altman é calculado pela seguinte equação:

$$Z\text{-Score} = 3,3 * X1 + 0,99 * X2 + 0,6 * X3 + 1,2 * X4 + 1,4 * X5 \quad (1)$$

Onde:

- X1 é o lucro antes de juros e impostos dividido pelo total de ativos;
- X2 é a receita líquida dividida pelo ativo total;
- X3 é o valor de mercado da empresa dividido pelo passivo total;
- X4 é capital de giro dividido pelo ativo total,
- X5 é o lucro retido dividido pelo ativo total.

Segundo Altman (1968), o resultado da equação acima é caracterizado como firmas que possuem *financial distress* caso o resultado seja inferior a 1.81, e com isso é utilizado uma *dummy* onde assume o valor de “1” se o Z-Score for menor que 1.81 e “0” caso contrário, ou seja, indicando no primeiro caso, a restrição financeira da firma e no segundo caso, que a firma é não restrita. Com base no valor do Z-Score, as empresas são categorizadas em dois grupos: financeiramente restritas e financeiramente saudáveis (Udin et al., 2017).

### 3.2.2 Variáveis independentes

As variáveis foram escolhidas de acordo com a literatura anterior (Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021; Elmagrhi et al. 2017; Guest, 2008; Younas, UdDin, Awan & Khan, 2020). As variáveis independência do conselho de administração (BOARDIND), número total dos conselheiros (BOARDSIZE) e dualidade do CEO (CEODUALITY) são inspiradas em Elmagrhi et al. (2017) e Guest (2008). A concentração acionária é calculada pelo percentual de ações ordinárias em poder dos 3 maiores acionistas (CONC) e a propriedade Estatal (STATE) é uma variável *dummie* assumindo o valor de “1” quando o acionista controlador é o Estado, União ou Município ou Autarquias representativas do governo, consistente com estudos de Lee, (2009), Kesner et al. (1986) e Darrat et al. (2016). As variáveis comitê de auditoria (AUDITCOM) e independência do comitê de auditoria (AUDTIND) foram inspiradas em estudos de Abdeljawad et al. (2020) e Detthamrong et al. (2017), já a variável expertise do comitê de auditoria (AUDITEXP) está de acordo com estudos anteriores de Chaudhry et al.,

(2020) e Ghafran & O'Sullivan, (2017). Por fim a variável BIG4 tem como base estudos de Harymawan, (2021).

### 3.2.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle foram inspiradas em estudos de Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021) em linha com a literatura anterior (Parker et al. 2002; Wang & Deng, 2006; Shahwan, 2015; Udin et al., 2017), que indicam as variáveis que podem influenciar a probabilidade de *financial distress* das empresas tais como: tamanho da empresa, alavancagem, desempenho financeiro, margem de lucro, setor e ano. Embora nosso foco seja nas variáveis de governança, ainda incorporamos índices financeiros (controle) na análise, pois são importantes fatores que afetam o *financial distress* (Li, Crook, Andreeva & Tang, 2020).

As variáveis de controle selecionadas foram:

- Alavancagem (LEV) é medida pela razão entre a dívida total e o ativo total, conforme sugerido por Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021) e por Habib (2023), e sugere que uma maior alavancagem tende a elevar o nível de *financial distress*.
- Tamanho da Firma (SIZE): é medido com o logaritmo dos ativos totais (Habib, 2023; Udin et al., 2017).
- Retorno sobre o Patrimônio (ROE) é a variável associada a quão rentável são os ativos de uma empresa em relação ao seu patrimônio líquido, e está de acordo com estudos de Cinantya e Merkusiwati (2015); Helena e Saifi (2018); Li et al. (2020); Manzaneque et al. (2016); Udin, Khan e Javid (2017); Younas et al. (2021), que sugerem que quanto maior o retorno sobre o patrimônio, a firma terá menor propensão ao *financial distress*.
- Margem Líquida (LLVENDAS) é representada pelo índice de margem de lucro e calculada como o lucro líquido sobre vendas líquidas (Wang & Deng, 2006).
- Crise-Covid (COVID19) é calculada por meio de uma variável *dummy* que assume o valor 1 para os anos da pandemia Covid (2020, 2021 e 2022) e valor 0, para os demais anos da pesquisa (Habib, 2023).
- Regionalidade: Foi criada uma variável *dummy* (REG) que assumiu valor 1 para as empresas da amostra que possuem atividades no Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e no Sul de Goiás e 0 caso contrário, conforme Jesuka e Peixoto (2023). As informações sobre as cidades da sede e filiais das empresas e a variável de regionalidade foram coletadas por meio da base Thomson Reuters, onde foi possível segmentar as firmas por região.

A Tabela 1 resume todas as variáveis consideradas nesta pesquisa.

**Tabela 1:** Variáveis de Interesse na Relação entre *Financial Distress* e Governança Corporativa

Variáveis	Símbolo	Métrica	Relação Esperada	Autores Bases	Fonte de Coleta
<b>Variáveis Dependentes</b>					
<i>Financial Distress</i>	<b>FD</b>	Variável <i>dummy</i> assumindo o valor de 1 para se a firma possui um Z-Score abaixo de 1.81 (financeiramente restrita) e 0 caso o Z-Score for maior do que 1.81 (financeiramente não restritas)		Altman (1968); Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, (2021); Manzaneque et al., (2016); Mangena et al. (2020)	Thomson Reuters
<b>Variáveis Independentes</b>					
Concentração Acionária	<b>CONC</b>	Percentual de ações ordinárias em poder dos 3 maiores acionistas	Positiva	Darrat et al. (2016), Mariano, Izadi e Pratt (2021) e Mariano, Izadi & Pratt, (2021).	Thomson Reuters
Dualidade do CEO	<b>CEODUALITY</b>	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se o CEO for também o presidente do Conselho e 0, caso contrário.	Positiva	Elmagrhi et al. (2017) Jodjana et al. (2021), Li et al. (2020); Mariano, Izadi & Pratt (2020)	CVM, formulário de Referência 12.5/6
Independência do Conselho	<b>BOARDIND</b>	Percentual de membros independentes do conselho de administração	Negativa	Elmagrhi et al. (2017) e Guest (2008), Jodjana et al. (2021), Mariano, Izadi & Pratt (2020)	CVM, formulário 12
Tamanho do Conselho	<b>BOARDSIZE</b>	Total de Membros no Conselho de Administração	Negativa	Elmagrhi et al. (2017) Jodjana et al. (2021), Li et al. (2020); Mariano, Izadi & Pratt (2020)	CVM, formulário de Referência 12.5/6
Controle Estatal	<b>STATE</b>	Dummy “1” se for controlador estatal, quando o acionista controlador é o Estado, União ou Município ou Autarquias representativas do governo, e 0 caso contrário.	Negativa	Kesner et al. (1986). Darrat et al. (2016), Wang e Deng, 2006; Mariano, Izadi e Pratt (2021) e Mariano, Izadi & Pratt, (2021).	CVM, formulário de Referência, - Item 15
Auditoria Externa	<b>BIG4</b>	Dummy, valor “1” se a firma for auditada por Ernst and Young, Price water house Coopers, KPMG, ou Deloitte e “0” caso contrário	Negativa	Harymawan (2021)	Thomson Reuters
Comitê de Auditoria	<b>AUDITCOM</b>	A variável <i>dummy</i> assume 1 se houver comitê de auditoria e 0, caso contrário.	Negativa	Bansal and Sharma, 2016; Abdeljawad et al., 2020	Thomson Reuters
Independência do comitê de auditoria	<b>AUDITIND</b>	Percentual de membros independentes no comitê de auditoria.	Negativa	Arslan et al. (2014)	Thomson Reuters

Especialização do comitê de auditoria	<b>AUDITEXP</b>	Dummy, 1 se os membros do comitê tiverem experiência em auditoria e 0, caso contrário	Negativa	Chaudhry et al., 2020; Ghafran & O'Sullivan, 2017	Thomson Reuters
<b>Variáveis de Controle</b>					
Margem Líquida	<b>LLVENDAS</b>	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Rec. Líquida}}$	Negativa	Manzaneque et al. (2016) e Pindado et al. (2008)	Thomson Reuters
Retorno sobre o Patrimônio	<b>ROE</b>	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{PL}$	Negativa	Abdallah e Ismail (2017); Bansal & Sharma (2016)	Thomson Reuters
Alavancagem	<b>LEV</b>	$\frac{\text{Divida Total}}{\text{Ativo Total}}$	Positiva	Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021)	Thomson Reuters
Regionalidade	<b>REG</b>	Dummy: 1 para empresas que tem negócios na região de interesse e; 0 caso contrário	Negativa	Lu et al. (2009)	Thomson Reuters
Tamanho da Firma	<b>SIZE</b>	$\text{Log Ativo Total}$	Positiva	Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021)	Thomson Reuters
Crise	<b>COVID19</b>	Dummy que assume valor 1 para os anos da pandemia Covid e valor 0, caso contrário	Positiva	Habib, 2023	-

Fonte: Elaborado pelo Autor

### 3.3. Modelos econométricos do estudo

Para analisar os efeitos da governança corporativa e da regionalidade sobre o *financial distress* das empresas brasileiras, assim como Boubaker et al. (2020) e Li et al. (2021) considerou-se um modelo de regressão logística, dado que a variável dependente é binária. O modelo básico para a análise das hipóteses apresentadas no referencial teórico é expresso na equação 2, em que incluímos as variáveis de governança corporativa e de controle anteriormente destacadas na Tabela 1.

$$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 CONTROLE_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Em que  $FD_{it}$  é a probabilidade de as empresas entrarem em *financial distress*, obtido pelo Z-Score de Altman (1968); GC representa a matriz de variáveis de governança, quais sejam: concentração acionária, dualidade das funções CEO e Chairman, independência do conselho de administração, tamanho do conselho de administração, controle estatal, auditoria externa Big4, existência do comitê de auditoria, independência do comitê de auditoria e expertise da auditoria. CONTROLE representa a matriz de variáveis de controle, envolvendo as variáveis Covid19, Regionalidade, tamanho da firma, alavancagem, ROE e margem líquida;

por fim  $e_{it}$  é o termo de erro estocástico que captar os efeitos dos fatores não observáveis que poderiam estar afetando essa relação.

Além disso, foi utilizada a análise de componentes principais para agregar os mecanismos de governança para realizar um teste de robustez com os novos fatores obtidos. Os fatores obtidos foram: PROP&CONT que envolveu o agrupamento das variáveis não-concentração acionária (dispersão acionária), controle estatal; BOARD que envolveu o agrupamento das variáveis independência do conselho, dualidade do CEO e tamanho do conselho; e AUDIT que englobou as variáveis de auditoria externa, existência do comitê de auditoria, independência do comitê de auditoria e expertise do comitê de auditoria. Para este modelo, buscando trazer maior robustez, incluiu-se as variáveis tangibilidade e liquidez corrente. Li et al. (2021) também incluíram tais variáveis para testar a robustez dos seus modelos em que investigam os fatores que afetam a dificuldade financeira das empresas chinesas. O modelo do teste de robustez é expresso na equação (3):

$$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROP\&CONT_{it} + \beta_2 BOARD_{it} + \beta_3 AUDIT_{it} + \beta_4 CONTROLE_{it} + e_{it} \quad (3)$$

Em que PROP&CONT representa a estrutura de propriedade e controle da empresa  $i$  no tempo  $t$ ; BOARD é a estrutura do conselho de administração da firma  $i$  no tempo  $t$ ; e AUDIT os mecanismos de auditoria da firma  $i$  no tempo  $t$ ;  $CONTROLE_{it}$  representa o conjunto das variáveis de controle e  $e_{it}$  o termo de erro estocástico.

Para verificar problemas de multicolinearidade, foi realizado o teste VIF (*Variance Inflation Factor*) entre as variáveis do modelo. Os resultados registraram valores de VIF médios inferiores a 3, indicando ausência do problema de multicolinearidade entre as variáveis incluídas nos modelos. Também, foram feitos os testes de Wooldridge e de Wald para verificar problemas de autocorrelação e de heterocedasticidade. Não foi encontrado problema de autocorrelação, porém, houve presença de heterocedasticidade, o qual foi corrigido executando as regressões utilizando o erro padrão robusto de White.

## 4. Análise de Resultados

### 4.1 Estatística descritiva

A Tabela 2 mostra as estatísticas descritivas para as variáveis incluídas nas análises estatísticas. O valor médio da primeira variável de *financial distress* (FD) é de 0.3902, indicando que 39.02% das firmas da amostra apresentaram *financial distress*. Este valor é particularmente condicionado pela queda nos resultados e nos valores de mercado de muitas



empresas listadas na B3 no período analisado. No entanto, os valores da pontuação Z-Score indicam que a probabilidade de FD do montante geral de firmas é menor. Em linha com estudos recentes (Husein e Pambekti, 2015; Cano-Rodríguez et al., 2016), a maioria das empresas da nossa amostra apresenta uma baixa probabilidade de *financial distress* de acordo com a pontuação de Altman (1968), que é uma medida amplamente utilizada pela literatura de FD.

**Tabela 2:** Estatística Descritiva

Variável	Observações	Média	Desv. Padrão.	Min.	Max
<b>FD</b>	4,308	0,3902	0.4878	0	1
<b>CONC</b>	3,192	0.506	0.370	0	1
<b>BOARDIND</b>	2,234	0.2494	0.2467	0	1
<b>BOARDSIZE</b>	2,536	7.021	3.707	0	28.00
<b>CEODUALITY</b>	3,657	0.295	0.456	0	1
<b>STATE</b>	4,102	0.020	0.141	0	1
<b>BIG4</b>	3,944	0.632	0.482	0	1
<b>AUDITCOM</b>	4,105	0.161	0.367	0	1
<b>AUDITEXP</b>	4,094	0.1121	0.2945	0	1
<b>AUDITIND</b>	4,095	0.058	0.234	0.00	1.00
<b>SIZE</b>	3,480	21.489	1.831	17.890	24.641
<b>LEV</b>	3,480	0.303	0.200	0.000	0.715
<b>ROE</b>	3,315	0.111	0.270	-0.569	0.733
<b>LLVENDAS</b>	3,233	0.021	0.282	-0.854	0.486
<b>TANG</b>	3,459	0.488	0.231	-0.146	0.997
<b>LIQCOR</b>	3,479	1.855	1.300	0.302	5.634

Fonte: Resultados da pesquisa

No que diz respeito as variáveis de governança corporativa, podemos notar que 50,6% das ações são concentradas nas mãos dos três maiores acionistas, o que, de acordo com Shleifer e Vishny (1997), permite melhor controle e monitoramento de gestores. A média de membros presentes no conselho de administração é de 7 membros, sendo que aproximadamente 25% membros são independentes, além disso, em 29,5% da amostra o diretor presidente (CEO) é também o presidente do conselho, e 2% das empresas possuem controle estatal, ou seja, a maior parte das ações são de propriedade do estado. Em média, os relatórios financeiros de 63,2% das companhias são auditados pelo menos por uma das quatro maiores firmas de auditoria (BIG4) e 16,1% possuem um comitê de auditoria ativo. Ainda se percebe que 11,2% das firmas analisadas possuem um comitê de auditoria especialista e 5,8% possuem independência do comitê de auditoria.

O tamanho da firma medido pelo logaritmo do ativo total (SIZE) demonstrou uma média de 21,48, onde a alavancagem (LEV) foi de 30,3% indicando a existência de percentual de capitais de terceiros contribuindo para a geração de retorno. Ao analisar variáveis que indicam desempenho econômico das empresas, verifica-se uma média geral do ROE (*Return on equity*)

de 11,1% e que o lucro líquido sobre as vendas (LLVENDAS) é 2,1%, demonstrando o retorno sobre o patrimônio líquido e a lucratividade das firmas pesquisadas. A média de tangibilidade foi de 48,8% (TANG) medida pela razão entre o ativo imobilizado e o ativo total, e a liquidez corrente (LIQCOR) medida pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante foi de em média 1,85, indicando que as empresas brasileiras possuem uma boa capacidade de quitar as dívidas de curto prazo. Neste estudo, houve 140 empresas classificadas pelo critério Z-Score como empresas em situação de *financial distress* e 220 empresas classificadas como empresas não financeiramente restritas.

#### 4.2 Correlação das variáveis

As correlações entre as variáveis são relatadas na Tabela 3. Primeiro, verifica-se que a métrica para *financial distress* é significativamente correlacionada à dualidade do CEO, concentração acionária, auditoria (BIG4) e o Comitê de auditoria. Além disso, há uma forte associação entre as quatro variáveis de GC. As empresas que apresentam uma maior aderência a GC tendem a apresentar uma menor probabilidade de FD, mais especificamente o conselho de administração, independência do conselho, dualidade do CEO e controle estatal. Finalmente, os coeficientes de correlação entre as variáveis independentes não são altos. Uma regra geral é que a multicolinearidade pode ser um problema se uma correlação for 0,7 ou mais na matriz de correlação (Cooper & Schindler, 2003), entretanto tais problemas não foram encontrados.

**Tabela 3:** Correlação de Pearson entre as variáveis não binárias da pesquisa

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)	(7)	(8)	(9)
<b>BOARDIND (1)</b>	1.00								
<b>BOARDSIZE (2)</b>	0.239*	1.00							
<b>AUDITIND (3)</b>	0.437*	0.423*	1.00						
<b>SIZE (4)</b>	0.380*	0.586*	0.4762	1.00					
<b>LEV (5)</b>	0.185*	0.127*	0.108*	0.26*	1.00				
<b>ROE (6)</b>	-0.034	0.027	0.0162	0.06*	0.032	1.00			
<b>LLVENDAS (7)</b>	0.003	0.125*	0.077*	0.19*	-0.17*	0.292*	1.00		
<b>TANG (8)</b>	-0.14*	0.211*	0.060*	0.176*	0.194*	-0.04*	0.005	1.00	
<b>LIQCOR (9)</b>	-0.019	-0.07*	-0.05*	-0.12*	-0.39*	-0.06*	0.24*	-0.3*	1.00

**Nota:** \* Correlação significativa ao nível de 5%; BOARDINDEP = Presença de conselheiros independentes; BOARDSIZE = Tamanho do conselho de administração; AUDITIND = Independência do comitê de auditoria; SIZE = Tamanho da Firma; LEV = Alavancagem; ROE = Retorno sobre o Patrimônio; LLVENDAS = Margem Líquida; TANG = Tangibilidade; LIQCOR = Liquidez Corrente;

**Fonte:** Resultados da pesquisa

A correlação de Spearman na Tabela 4 foi medida estatisticamente para as variáveis binárias (*dummies*) que avaliaram a força e a direção da relação entre essas variáveis, mas em vez de se basear nos valores numéricos das variáveis, como na correlação de Pearson, ela teve

como base as posições ou classificações das observações dessas variáveis, ou seja, para cada observação, foi calculada a diferença entre os postos das duas variáveis. Os resultados sugerem uma correlação positiva significativa entre a variável regionalidade (REG) e as variáveis auditoria de uma das quatro maiores empresas (BIG4), comitê de auditoria (AUDITCOM) e experiência do comitê de auditoria (AUDITEXP), e uma correlação negativa significativa com a variável *financial distress* (FD) e concentração acionária (CONC). A variável *financial distress* (FD) apresentou uma correlação positiva significativa com as variáveis dualidade do CEO (CEODUALITY), controle estatal (STATE), concentração acionária (CONC), auditoria de uma das quatro maiores empresas (BIG4), comitê de auditoria (AUDITCOM) e a variável crise (COVID19), não apresentando correlação negativa com nenhuma das demais variáveis pesquisadas.

**Tabela 4:** Correlação de Spearman das variáveis *dummies*

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<b>REG (1)</b>	1.0000								
<b>FD (2)</b>	-0.0427*	1.0000							
<b>CEODUALITY (3)</b>	-0.0175	0.1371*	1.0000						
<b>STATE (4)</b>	-0.0066	0.1056*	-0.058*	1.0000					
<b>CONC (5)</b>	-0.0694*	0.2370*	0.4369*	0.0156	1.0000				
<b>BIG4 (6)</b>	0.0334*	0.0430*	0.0461*	0.0823*	0.0820*	1.0000			
<b>AUDITCOM (7)</b>	0.2114*	0.1662*	0.0406*	0.2344*	0.0028	0.1261*	1.0000		
<b>AUDITEXP (8)</b>	0.1009*	0.1177*	0.0312	0.2531*	-0.0051	0.0731*	0.5703*	1.0000	
<b>COVID19 (9)</b>	-0.0025	0.0624*	0.0051	0.0487*	0.0584	0.0238	0.0539*	0.0754*	1.0000

**Nota:** \* Correlação significativa ao nível de 5%; FD = *Financial Distress*; CEODUALITY = *Dualidade do CEO*; STATE = *Propriedade Estatal*; CONC = *Concentração acionária*; BIG4 = *Auditoria de uma das quatro maiores empresas de auditoria*; AUDITCOM = *Comitê de Auditoria*; AUDITEXP = *Experiência do Comitê de Auditoria*; COVID19 = *Variável crise*.

**Fonte:** Resultados da pesquisa

### 4.3 Análise dos Modelos

#### 4.3.1 – Efeitos da Governança Corporativa sobre o *Financial Distress*

Os resultados dos modelos econométricos são apresentados na Tabela 5. No Modelo 1 foi testada a relação entre a concentração acionária (CONC) e da Covid19 sobre o *financial distress*, incluindo as variáveis de controle. No Modelo 2 verificou-se os efeitos da composição do conselho de administração, enquanto isso, os Modelos 3 e 4 analisaram os efeitos da propriedade estatal e da auditoria sobre o *financial distress* respectivamente. Se nos modelos anteriores analisou-se os efeitos da concentração, do conselho, propriedade estatal e auditoria de modo isolado, no Modelo 5 observou-se o comportamento das variáveis em conjunto no

mesmo modelo. Jesuka e Peixoto (2022) defenderam que os mecanismos de governança não atuam de modo isolado.

Como pode-se observar, os resultados do Modelo 1 corroboraram com a hipótese H1 deste estudo (“Existe uma relação positiva entre concentração acionária e *financial distress*”), indicando que quanto maior for a concentração acionária, maior será a probabilidade das empresas entrarem em *financial distress*. Tais resultados podem ser sustentados pelos estudos de Manzanque et al. (2016a) et de Bona-Sánchez et al. (2018) destacando que a concentração acionária pode aumentar a possibilidade de as firmas entrarem em dificuldade financeira, uma vez que decisões estratégicas por parte dos gestores em momentos críticos podem não estar alinhadas com os interesses dos acionistas controladores.

No Modelo 2, a dualidade do CEO (CEODUALITY) e o tamanho do conselho de administração (BOARDSIZE) também apresentaram relação estatisticamente positiva com o *financial distress (FD)*. Cardoso, Peixoto e Barboza (2019) destacaram que quando um conselho de administração possui menos membros, as decisões estratégicas podem encontrar menos resistência para serem aprovadas, pois um consenso entre os protagonistas pode ser encontrado com maior facilidade e rapidez, principalmente quando se trata de assuntos mais críticos da firma. Em contrapartida, quando o conselho é muito grande e ineficiente, os problemas da assimetria de informação e dos conflitos de interesses podem impactar as pautas essenciais e cruciais da empresa. Mariano, Izadi e Pratt (2020) destacam que quando há dualidade das funções do CEO e do Chairman, o diretor pode utilizar o seu poder de barganha e de negociação para influenciar as decisões dos conselheiros para contrair dívidas e empréstimos, que, em longo prazo podem aumentar a probabilidade de *financial distress* da firma, aspecto que também foi observado por Li, Crook, Andreeva & Tang (2021).

Por sua vez, para a variável BOARDIND apresentou uma relação negativa com o *financial distress* conforme esperado, indicando que a presença dos membros independentes poderia reduzir a probabilidade de as firmas entrarem em dificuldade financeira, entretanto, no contexto considerado neste trabalho o efeito desta variável não foi estatisticamente significativo. A partir desses resultados, pode-se destacar a hipótese H2a (“Espera-se relação negativa entre independência do conselho e *financial distress*”) poderia ser aceita, uma vez que a relação negativa foi observada, entretanto, por não ser estatisticamente significativa, assume-se uma posição neutra neste trabalho. Paralelamente, os achados fornecem evidências que corroboram com a literatura, afirmando que a dualidade CEO-Chairman aumenta de forma significativa a dificuldade financeira das firmas, portanto, a hipótese H2b (“Espera-se relação positiva entre dualidade do CEO-Chairman e *Financial Distress*”) foi aceita.

**Tabela 5:** Associação entre Mecanismos de Governança Corporativa e *Financial Distress*

	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4	Modelo5
<b>CONC</b>	<b>0.2350***</b> (0.0398)				<b>0.0718**</b> (0.0296)
<b>CEODUALITY</b>		<b>0.0210*</b> (0.0127)			0.0079 (0.0142)
<b>BOARDIND</b>		-0.0001 (0.0003)			0.0004 (0.0004)
<b>BOARDSIZE</b>		<b>0.0170***</b> (0.0016)			<b>0.0215***</b> (0.0014)
<b>STATE</b>			<b>0.2392***</b> (0.0304)		<b>0.2130***</b> (0.0529)
<b>BIG4</b>				<b>-0.0179*</b> (0.0324)	<b>-0.1142***</b> (0.0091)
<b>AUDITCOM</b>				<b>-0.0170*</b> (0.0418)	<b>-0.1165**</b> (0.0498)
<b>AUDITIND</b>				<b>0.0012***</b> (0.0002)	<b>0.0014***</b> (0.0004)
<b>AUDITEXP</b>				0.0137 (0.0345)	-0.0134 (0.0396)
<b>COVID19</b>	<b>-0.0703***</b> (0.0200)	0.0033 (0.0237)	-0.0187 (0.0277)	-0.0178 (0.0277)	<b>-0.0301*</b> (0.0153)
<b>SIZE</b>	<b>0.0515***</b> (0.0063)	<b>0.0264***</b> (0.0035)	<b>0.0420***</b> (0.0063)	<b>0.0379***</b> (0.0053)	<b>0.0204***</b> (0.0029)
<b>LEV</b>	<b>0.3279***</b> (0.0406)	<b>0.6312***</b> (0.1160)	<b>0.4196***</b> (0.0671)	<b>0.4058***</b> (0.0682)	<b>0.5562***</b> (0.0997)
<b>ROE</b>	<b>-0.1937***</b> (0.0470)	<b>-0.2963***</b> (0.0620)	<b>-0.2571***</b> (0.0555)	<b>-0.2570***</b> (0.0548)	<b>-0.2210***</b> (0.0388)
<b>LLVENDAS</b>	<b>-0.4401***</b> (0.0141)	<b>-0.3866***</b> (0.0698)	<b>-0.4122***</b> (0.0185)	<b>-0.4049***</b> (0.0211)	<b>-0.4201***</b> (0.0459)
<b>Constante</b>	<b>-0.8210***</b> (0.1772)	<b>-0.3410***</b> (0.0906)	<b>-0.5165***</b> (0.1497)	<b>-0.4180***</b> (0.1277)	<b>-0.1875**</b> (0.0747)
<b>Observações</b>	2497	1950	3209	3161	1649
<b>R<sup>2</sup></b>	0.162	0.201	0.3025	0.153	0.220
<b>VIF</b>	1.11	1.29	1.11	1.60	1.55
<b>Wald</b>	<b>28.63***</b>	<b>24.20***</b>	<b>50.26***</b>	<b>38.20***</b>	<b>10.37***</b>
<b>Wooldridge</b>	<b>50.889***</b>	<b>58.593***</b>	<b>93.834***</b>	<b>90.991***</b>	<b>50.439***</b>
<b>Ano</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<b>Setor</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: \*, \*\*, \*\*\* significância ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente. Os Modelos foram estimadas por meio do método de regressão logística.

Fonte: Resultados da pesquisa

O Modelo 3 mostrou que o controle estatal (STATE) apresentou uma relação positiva com o FD, rejeitando a hipótese H3 (“Espera-se que se a firma tem controle estatal, ela tem menor probabilidade de *financial distress*”), indo contra os achados de Khaw et al. (2016) e Li, Crook, Andreeva & Tang (2021) que estudaram essa relação na China, que possui um estado forte. Este resultado pode indicar que a influência do governo nas firmas estatais que, na maioria das vezes, tem motivação política e não técnica, além da possibilidade de envolvimento em corrupção podem aumentar a probabilidade de as empresas entrarem em dificuldade financeira. Apesar de que as empresas estatais tenham mais chance de obter subsídios de governos e empréstimos com taxa de juros mais baixas, Li et al. (2021) destacam que o problema de corrupção ainda é uma grande preocupação especialmente nas firmas em que a propriedade estatal é altamente concentrada, o que é comum no Brasil.

No Modelo 4, os resultados apresentam relação estatisticamente negativa ao nível de 10% entre a reputação da auditoria (BIG4), a existência do comitê de auditoria (AUDITCOM) e o *financial distress*. Esses resultados corroboram com a literatura, uma vez que estudos anteriores apontaram que as quatro maiores entidades de auditoria (PwC, KPMG, Deloitte e EY) assumem um papel fundamental na prevenção das dificuldades financeiras das empresas. Santosa, Tambunan e Kumullah (2020) ressaltam que ser auditada por um desses auditores externos pode abrir portas a fontes de financiamentos mais baratas, além de detectar indícios que poderiam ocasionar FD. Além disso, a existência do comitê interno de auditoria aumentou o poder de controle das ações estratégicas dos executivos em momentos críticos podendo levar ao FD. Neste contexto, considerado o papel das auditorias interna e externa para prever e reduzir o *financial distress* das firmas brasileiras, pode-se aceitar as hipóteses H4A (“Espera-se relação negativa entre o fato de a firma ser auditada por uma das Big4, e o nível de *financial distress*.”) e H4B (“Espera-se relação negativa entre a presença do comitê de auditoria na firma e *financial distress*”) deste estudo.

Ainda no Modelo 4, observa-se a que independência do comitê de auditoria (AUDITIND), por sua vez, apontou uma relação estatisticamente positiva ao nível de 1% com FD, rejeitando a hipótese H4C (“Espera-se relação negativa entre a maior presença de membros independentes no comitê de auditoria e *financial distress*”). Esse resultado indica que, considerando o cenário brasileiro, a independência do comitê de auditoria interno é um fator não favorável a redução da probabilidade de FD. Bansal e Sharma (2016) ressaltam que a independência do comitê de auditoria é altamente recomendada, pois garante a confiabilidade dos relatórios financeiros e contábeis. Um número maior de membros independentes no comitê de auditoria pode aumentar a confiança dos investidores e reduzir assimetria da informação

(Arslan et al., 2014), porém, o desalinhamento dos interesses dos acionistas com as decisões estratégicas da alta gestão em momento críticos, pode gerar probabilidade de as firmas entrarem em dificuldade financeira. A variável experiência do comitê de Auditoria (AUDITEXP) não apresentou resultados significativos nas regressões, mesmo sustentado pelas disposições estabelecidas pela Sarbanes-Oxley (SOX) em 2002, que declara ser fundamental ter conhecimento e experiência em finanças e auditoria para a efetividade das ações dos comitês.

No que se refere às variáveis de controle, em consonância com estudos anteriores (Shahwan, 2015; Udin et al., 2017 e Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, 2021), foi incluído a variável crise (COVID19) para mensurar se no período 2020 a 2022, as firmas foram mais propensas a estar em uma situação de *financial distress*. Como pode-se observar, a variável Covid19 teve uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% com o FD apenas no Modelo 1, cuja variável de interesse é a concentração acionária. Tais resultados indicam maior eficiência e rapidez na tomada de decisões para reduzir a probabilidade de dificuldade financeira durante a pandemia, principalmente quando tais empresas possuem alta concentração acionária.

Por sua vez, a variável tamanho da firma (SIZE) e alavancagem financeira (LEV) se relacionam de forma positiva com o FD a um nível de significância de 1%, em todos os modelos, indicando que quanto maiores e mais alavancadas forem as firmas, maior será a probabilidade de elas entrarem em dificuldade financeira. Tais resultados assemelham-se com os achados de Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba (2021) e Udin, Khan & Javid (2017) que também encontraram que o tamanho da firma e alavancagem elevam o FD das empresas. Hsu et al. (2015) e Boubaker et al. (2020) ressaltam que as empresas que possuem grandes volumes de ativos tendem a contrair níveis de endividamento mais elevados, e, conseqüentemente tem maior probabilidade de entrar em dificuldade financeira. Os efeitos negativos ao nível de 1% de significância estatística das variáveis de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o lucro líquido sobre as vendas (LLVENDAS) sobre o FD corroboram com a literatura, indicando que quanto mais rentável for a firma, maior será disponibilidade de recursos para honrar os compromissos, reduzindo assim a probabilidade de ter dificuldade financeira.

A literatura argumenta que a probabilidade de *financial distress* está positivamente associada à alavancagem da empresa e tamanho da firma, e inversamente relacionada ao desempenho financeiro e margem de lucro de acordo com pesquisas de Parker et al. (2002), Wang & Deng (2006), Shahwan (2015) e Udin et al. (2017), portanto, os resultados encontrados neste estudo corroboram com a literatura. Importante comentar que os trabalhos citados analisaram outros mercados que não o brasileiro. Uma possível explicação seria que tais

aspectos também são refletidos no mercado de capitais brasileiro, em especial no período deste estudo, houve incidência de altas taxas de juros culminando em um alto custo de capital, levando as empresas mais alavancadas a terem maior probabilidade de *financial distress*. Quanto a variável retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), temos uma relação negativa e significativa, em todos os modelos estudados, corroborando com achados de Majeed et al. (2020) no Paquistão. Este resultado pode indicar que ROE tem fornecido resultados que expandem os investimentos das empresas mesmo em momentos críticos.

#### 4.3.2 – Efeitos da Governança Corporativa e da Regionalidade sobre o Financial Distress

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões para a relação entre a governança corporativa e *financial distress* incluindo a variável regionalidade (REG) que testa a probabilidade de as empresas que atuam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e do Sul de Goiás estarem em *financial distress*. Conforme já destacado, seguindo Jesuka e Peixoto (2023) a regionalidade é medida por uma variável *dummy* assumido o valor 1 se a firma possui pelo menos sede, subsidiária, plantas ou representante nas mesorregiões delimitadas pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia. Os modelos ainda foram controlados pela variável COVID19 para observar a probabilidade da pandemia tenha levado as empresas a entrarem em *financial distress*.

Como pode-se observar, assim como nos modelos anteriormente apresentados na Tabela 4, as variáveis concentração (CONC), dualidade das funções do CEO e Chairman (CEODUALITY), tamanho (BOARDSIZE) e independência (BOARDIND) do conselho de administração, propriedade estatal (STATE), auditoria externa (BIG4) e interna (AUDITCOM), assim como a sua independência (AUDITIND) e COVID19 mantiveram a mesma relação e nível de significância estatística com o *financial distress*.

Mantendo a relação e significância, esses resultados podem explicar a robustez dos modelos testados com ou sem a inclusão da variável de regionalidade, confirmando que a concentração acionária, a dualidade CEO/Chairman, um conselho de administração muito grande e independente, assim como o controle estatal são fatores que contribuem para que as empresas entrem em dificuldade financeira. Em contrapartida, possuindo um comitê de auditoria interna e sendo auditada por uma das 4 maiores agências de auditoria pode reduzir a probabilidade de as companhias brasileiras estarem em *financial distress*. Jesuka e Peixoto (2023) também não tiveram mudanças significativas na relação entre os mecanismos de governança corporativa e o endividamento das firmas ao considerar o efeito da regionalidade.



**Tabela 6:** Efeito dos Mecanismos de GC e da Regionalidade sobre o *Financial Distress*

	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4	Modelo5
<b>CONC</b>	<b>0.2039***</b> (0.0465)				<b>0.0547**</b> (0.0231)
<b>CEODUALITY</b>		<b>0.0350***</b> (0.0106)			<b>0.0276**</b> (0.0119)
<b>BOARDIND</b>		0.0007 (0.0005)			<b>0.0011*</b> (0.0006)
<b>BOARDSIZE</b>		<b>0.0156***</b> (0.0014)			<b>0.0184***</b> (0.0013)
<b>STATE</b>			<b>0.2271***</b> (0.0312)		<b>0.1798**</b> (0.0634)
<b>BIG4</b>				0.0036 (0.0379)	<b>-0.1189***</b> (0.0127)
<b>AUDITCOM</b>				0.0043 (0.0319)	<b>-0.0841**</b> (0.0343)
<b>AUDITIND</b>				<b>0.0012***</b> (0.0003)	<b>0.0013***</b> (0.0004)
<b>AUDITEXP</b>				0.0257 (0.0356)	-0.0318 (0.0372)
<b>COVID19</b>	<b>-0.0805***</b> (0.0213)	0.0016 (0.0224)	-0.0184 (0.0299)	-0.0189 (0.0295)	<b>-0.0340**</b> (0.0149)
<b>REG</b>	<b>-0.1070***</b> (0.0301)	<b>-0.1394***</b> (0.0266)	<b>-0.0974***</b> (0.0278)	<b>-0.1087***</b> (0.0270)	<b>-0.1488***</b> (0.0169)
<b>FSIZE</b>	<b>0.0578***</b> (0.0047)	<b>0.0319***</b> (0.0033)	<b>0.0501***</b> (0.0057)	<b>0.0426***</b> (0.0043)	<b>0.0272***</b> (0.0027)
<b>LEV</b>	<b>0.3496***</b> (0.0398)	<b>0.6161***</b> (0.1185)	<b>0.4403***</b> (0.0709)	<b>0.4296***</b> (0.0732)	<b>0.5312***</b> (0.1055)
<b>ROE</b>	<b>-0.1861***</b> (0.0466)	<b>-0.2686***</b> (0.0685)	<b>-0.2557***</b> (0.0579)	<b>-0.2518***</b> (0.0568)	<b>-0.2157***</b> (0.0434)
<b>LLVENDAS</b>	<b>-0.4306***</b> (0.0097)	<b>-0.3901***</b> (0.0610)	<b>-0.4070***</b> (0.0123)	<b>-0.4020***</b> (0.0148)	<b>-0.4183***</b> (0.0379)
<b>Constante</b>	<b>-0.9273***</b> (0.1521)	<b>-0.4263***</b> (0.0914)	<b>-0.6769***</b> (0.1379)	<b>-0.5244***</b> (0.1070)	<b>-0.2723***</b> (0.0728)
<b>Observações</b>	2330	1878	2896	2885	1609
<b>R<sup>2</sup></b>	0.176	0.220	0.172	0.173	0.238
<b>VIF</b>	1.19	2.20	2.30	2.09	2.65
<b>Wald</b>	<b>29.53***</b>	<b>28.25***</b>	<b>48.32***</b>	<b>35.19***</b>	<b>15.67***</b>
<b>Wooldridge</b>	<b>45.062***</b>	<b>52.804***</b>	<b>85.123***</b>	<b>84.016***</b>	<b>45.443***</b>
<b>Ano</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<b>Setor</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: \*, \*\*, \*\*\* significância ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente. Os Modelos foram estimadas por meio do método de regressão logística.

Fonte: Resultados da pesquisa

Como pode-se observar, a variável regionalidade (REG) apresentou uma relação negativa e significativa ano nível de 1% com o FD em todos os modelos estudados, demonstrando que as firmas localizadas na região do TMAP e Sul de Goiás tiveram menos probabilidade de estarem em *financial distress* no período de 2010 a 2022. Esses achados apontam que as empresas que possuem sede ou plantas ou subsídios ou representantes nas mesorregiões do Triângulo Mineiro e do Alto Paranaíba e do sul de Goiás são menos propensas a sofrer o *financial distress* nesta pesquisa, o que comprova a hipótese H5 (Espera-se que as firmas localizadas na região do TMAP e sul de Goiás apresentarão menor probabilidade de entrarem em *financial distress*).

Nos últimos anos, a mesorregião do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba (TMAP) e Sul de Goiás vem chamando a atenção devido a sua posição geográfica estratégica que de ponto de vista logística, se tornou uma passagem incontornável na circulação de bens no território nacional (Bernardes & Ferreira, 2013; Silva & Cleps, 2009). Outro aspecto importante, aquela região é conhecida pela concentração das maiores empresas que se dedicam a atividades agroindustriais, como a pecuária extensiva, a produção de grãos que representam mais de 27% do PIB nacional, além de 49,83% de todas as exportações do país (Abbade, 2014; Casonato, 2013; Furtuoso, & Guilhoto, 2003; Heredia, Palmeira & Leite, 2010). Alinhando com esses dados, é possível reforçar que a mesorregião do TMAP e Sul de Goiás se beneficia da chegada de novas empresas de bens e produtos que nele, enxergam um potencial de crescimento e de vantagens competitivas (Pereira, 2012; Santos, 2019; Silva & Cleps, 2009).

Como se tem observado, o boom do crescimento das exportações brasileiras nos últimos anos, atrelado com a valorização do dólar americano, trouxeram um crescimento sem precedente de retorno financeiro para o agropecuário, o que conseqüentemente, aumentou a disponibilidade de recursos para que essas empresas atenderam aos seus compromissos, reduzindo assim, a probabilidade de elas entrarem em *financial distress* (Abbade, 2014). Neste contexto, os resultados encontrados neste trabalho poderiam estar sinalizando que o protagonismo assumido pela mesorregião no cenário econômico do país (Pereira, 2012; Santos, 2019; Souza, 2017) pode ser um reflexo da abundância de recursos advindos da exportação de empresas que atuam no agropecuário e setores conexos, sendo um ponto forte daquela região.

Assim como para as variáveis de interesse, os resultados mostram-se robustos para todas as variáveis de controle que apresentam os mesmos efeitos e níveis de significância observados nos modelos sem a presença da regionalidade. Portanto, quando maior e mais endividadas são as companhias, maior será a probabilidade de estarem em dificuldade financeira. Enquanto isso, um aumento no retorno sobre o patrimônio líquido e nos lucros sobre as vendas elevam a

disponibilidade de recursos, reduzindo o *financial distress*. Tais achados continuam corroborando com a literatura existente (Shahwan, 2015; Udin et al., 2017; Wang & Deng, 2006).

#### 4.3.3 – Resultados e análise dos testes de robustez

Estudos anteriores de Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021) destacam que a endogeneidade não observável e simultânea continua sendo um dos grandes problemas nos estudos envolvendo governança corporativa versus *financial distress*. Várias medidas são adotadas pelos autores para tratar os efeitos de endogeneidade, dentre os quais pode-se citar a inclusão da variável dependente defasada de um período como independente nos modelos, o uso de outros métodos de regressão entre outros (Muniandy & Hillier, 2015; Wintoki et al., 2012). Jesuka e Peixoto (2021) ressaltam que as variáveis de governança corporativa não atuam de modo isolado, por esse motivo, realizaram um teste de robustez agrupando os mecanismos de governança em indicadores que mostram os efeitos das variáveis agregadas sobre o desempenho e endividamento das empresas latino-americanas. Neste contexto, realizou-se um teste de robustez para os modelos com e sem a presença da regionalidade, agrupando as variáveis de governança por meio da análise de componentes principais (ACP)

Antes de realizar a análise de componentes principais, em um primeiro momento, transformou-se as variáveis dualidade CEO/chairman e concentração acionária em direção positiva com a governança corporativa, de modo que “quanto maior, melhor” em termos de governança. Em segundo lugar, executou-se a ACP que levou à criação de três índices de governança (AUDIT, BOARD e PROP&CONT) onde AUDIT representa a estrutura da auditoria que agrupa as variáveis: Auditor Externo (Big4), Existência do comitê de auditoria, independência do comitê de auditoria e expertise do comitê de auditoria. O índice BOARD envolve a estrutura do conselho de administração que agrupou as variáveis: Não Dualidade das funções CEO e presidente do conselho, independência do conselho e tamanho do conselho de administração. O índice PROP&CONT engloba as variáveis: Não Concentração acionária e Propriedade Estatal. Por fim, rodou-se uma regressão logística para observar a relação entre esses três indicadores e o *financial distress*, incluindo as variáveis de controle. Cabe destacar, foram incluídos nos modelos de teste de robustez as variáveis tangibilidade (TANG) e liquidez corrente (LIQCOR) para investigar sua relação com o FD.

Os resultados apresentados na Tabela 7 mostram que o fator AUDIT no Modelo 1 revelou uma relação negativa e significativa com FD, indicando que ser auditada por uma das 4 maiores agências de auditoria, possuir um comitê de auditoria, somada à independência e

expertise dos membros deste comitê promovem maior monitoramento interno e fiscalização da firma, o que conseqüentemente, reduz as restrições financeiras, corroborando as hipóteses deste estudo e os autores Bansal e Sharma (2016); Abdeljawad et al., (2020) e Oussii e Klibi (2020). No Modelo 1, é possível observar que o fator BOARD também apresentou uma relação negativa e significativa com FD, corroborando com as hipóteses deste trabalho, na medida em que empresas que possuem conselhos que seguem as prerrogativas do IBGC (independência, não dualidade do CEO, dentre outros) terão menor chance de incorrer em financial distress, conforme defendido por Elmagrhi et al. (2017), Guest (2008), Jodjana et al. (2021), Li et al. (2020), e Mariano, Izadi e Pratt (2020).

**Tabela 7:** Efeito da Governança Corporativa sobre o *Financial Distress* - Teste de Robustez

	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4
<b>AUDIT</b>	<b>-0.4267***</b> (0.1100)			<b>-0.3916***</b> (0.1116)
<b>BOARD</b>		<b>-0.4404***</b> (0.1309)		<b>-0.3399**</b> (0.1417)
<b>PROP&amp;CONT</b>			<b>-0.2417*</b> (0.1425)	<b>-0.1317*</b> (0.1537)
<b>COVID19</b>	<b>1.2474***</b> (0.4521)	<b>1.2591***</b> (0.4512)	<b>1.1396**</b> (0.4587)	<b>1.0641**</b> (0.4608)
<b>TAM</b>	<b>0.5286***</b> (0.1669)	<b>0.5220***</b> (0.1655)	<b>0.3448**</b> (0.1730)	<b>0.3503**</b> (0.1731)
<b>LEV</b>	<b>6.5118***</b> (0.9960)	<b>6.4936***</b> (0.9947)	<b>6.5886***</b> (1.0054)	<b>6.4961***</b> (1.0028)
<b>ROE</b>	<b>-4.1524***</b> (0.4897)	<b>-4.2295***</b> (0.4956)	<b>-4.2438***</b> (0.4997)	<b>-4.2855***</b> (0.5049)
<b>LLVENDAS</b>	<b>-0.3041***</b> (0.0082)	<b>-0.3405***</b> (0.0912)	<b>-0.3840***</b> (0.0258)	<b>-0.3604***</b> (0.0398)
<b>TANG</b>	<b>2.2432**</b> (0.9927)	<b>2.2072**</b> (0.9891)	<b>2.1334**</b> (0.9990)	<b>2.2063**</b> (1.0001)
<b>LIQCOR</b>	<b>-0.6954***</b> (0.1354)	<b>-0.6768***</b> (0.1358)	<b>-0.6932***</b> (0.1369)	<b>-0.6792***</b> (0.1375)
<b>Constante</b>	<b>-12.7803**</b> (5.1774)	<b>-12.7077**</b> (5.1358)	<b>-10.1270*</b> (5.2359)	<b>-9.9077*</b> (5.2322)
<b>Observações</b>	1893	1893	1893	1893
<b>R<sup>2</sup></b>	0.4014	0.4006	0.4016	0.4029
<b>VIF</b>	1.36	1.14	1.15	1.28
<b>Wald</b>	<b>187.08***</b>	<b>191.11***</b>	<b>188.29***</b>	<b>192.97***</b>
<b>Wooldridge</b>	<b>58.323***</b>	<b>58.322***</b>	<b>59.166***</b>	<b>59.878***</b>
<b>Ano</b>	Sim	Sim	Sim	Sim
<b>Setor</b>	Sim	Sim	Sim	Sim

---

Nota: \*, \*\*, \*\*\* significância ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente. Os Modelos foram estimadas por meio do método de regressão logística.

---

**Fonte:** Resultado da pesquisa

Por sua vez, o fator PROP&CONT no Modelo 3 também mostrou relação negativa e significativa com o FD, indicando que firmas com estrutura de propriedade mais dispersa, possuem menos probabilidade de entrarem em *financial distress*, corroborando as hipóteses deste estudo e de acordo com os trabalhos de Wang e Deng (2006) e Harymawan (2021). Diferentemente do que foi observado anteriormente, a variável COVID19 passou a apresentar uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% com o *financial distress* comprovando assim como Habib (2023), que a pandemia SARS-COV2 aumentou a probabilidade de as companhias encontrarem dificuldade financeira nos períodos de 2020 a 2022. A partir desses resultados, pode-se confirmar assim como Jesuka & Peixoto (2021), que os mecanismos de governança não atuam de modo isolado. Além disso, infere-se que a adoção de melhores práticas de governança não é suficiente para reduzir a probabilidade de as empresas enfrentarem dificuldade financeira em períodos de crise.

Assim como nos modelos iniciais, todas as variáveis de controle (SIZE, LEV, ROE e LLVENDAS) conservaram os efeitos e níveis de significância estatística, mantendo o alinhamento com a literatura já destacada neste estudo. A variável TANG (tangibilidade dos ativos) revelou uma relação positiva com FD, indicando que as firmas que possuem mais ativos tangíveis em sua estrutura possuem maior *financial distress*, o que era esperado conforme os estudos de Li, Crook, Andrevia & Tang (2020). A variável liquidez também está de acordo com o efeito negativo encontrado por Li et al (2020), afirmando que, quanto mais líquidas são as firmas, maior será a disponibilidade de recursos para honrar seus compromissos, reduzindo assim a probabilidade de *financial distress*.

O teste de robustez foi também realizado considerando os efeitos da regionalidade, conforme apresentado na Tabela 8. Os resultados encontrados para os indicadores de governança, Covid19 e as variáveis de controle conservaram os mesmos efeitos e níveis de significância, confirmando a robustez dos modelos. A variável regionalidade passou a apresentar uma relação positiva, porém não estatisticamente significativa em nenhum dos modelos testados. Este fato pode ser explicado pelo fato de que pode haver outros fatores não regionais não considerados neste estudo que poderiam estar afetando essa relação.

**Tabela 8:** Efeito da Governança Corporativa e da Regionalidade sobre o *Financial Distress* - Teste de Robustez

	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4
<b>AUDIT</b>	<b>-0.4828***</b> (0.1149)			<b>-0.4571***</b> (0.1170)
<b>BOARD</b>		<b>-0.3893***</b> (0.1340)		<b>-0.2496*</b> (0.1472)
<b>PROP&amp;CONT</b>			<b>-0.2592*</b> (0.1441)	<b>-0.2496*</b> (0.1472)
<b>COVID19</b>	<b>1.4834***</b> (0.4720)	<b>1.4932***</b> (0.4710)	<b>1.3624***</b> (0.4797)	<b>1.2647***</b> (0.4818)
<b>REG</b>	0.6579 (0.7697)	0.6468 (0.7688)	0.5587 (0.7656)	0.5697 (0.7686)
<b>TAM</b>	<b>0.4862***</b> (0.1734)	<b>0.4827***</b> (0.1732)	0.2722 (0.1793)	0.2780 (0.1803)
<b>LEV</b>	<b>6.5988***</b> (1.0263)	<b>6.6219***</b> (1.0287)	<b>6.7236***</b> (1.0354)	<b>6.6499***</b> (1.0354)
<b>ROE</b>	<b>-4.1897***</b> (0.5053)	<b>-4.2818***</b> (0.5126)	<b>-4.2796***</b> (0.5161)	<b>-4.3183***</b> (0.5218)
<b>LLVENDAS</b>	<b>-0.2473***</b> (0.0254)	<b>-0.4408***</b> (0.0589)	<b>-0.4402***</b> (0.0357)	<b>-0.4831***</b> (0.0158)
<b>TANG</b>	<b>2.1263**</b> (1.0166)	<b>2.1025**</b> (1.0157)	<b>2.0552**</b> (1.0248)	<b>2.1530**</b> (1.0280)
<b>LIQCOR</b>	<b>-0.6298***</b> (0.1354)	<b>-0.6153***</b> (0.1359)	<b>-0.6221***</b> (0.1370)	<b>-0.6121***</b> (0.1377)
<b>Constante</b>	<b>-11.9817**</b> (5.2672)	<b>-12.0290**</b> (5.2680)	<b>-8.8643*</b> (4.2677)	-8.6779 (5.3305)
<b>Observações</b>	1749	1749	1749	1749
<b>R<sup>2</sup></b>	0.2547	0.2436	0.2542	0.2358
<b>VIF</b>	1.34	1.14	1.15	1.28
<b>Wald</b>	<b>174.52***</b>	<b>176.27***</b>	<b>176.80***</b>	<b>179.41***</b>
<b>Wooldridge</b>	<b>61.366***</b>	<b>60.635***</b>	<b>60.593***</b>	<b>61.958***</b>
<b>Ano</b>	Sim	Sim	Sim	Sim
<b>Setor</b>	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: \*significância ao nível de 1%; \*\*significância ao nível de 5%; \*\*\*significância ao nível de 10%. Os Modelos foram estimadas por meio do método de regressão logística

Fonte: Resultado da pesquisa

De modo geral, pode-se dizer os resultados encontrados nos testes de robustez corroboram com os resultados anteriormente encontrados, fornecendo evidências de que adoção conjunta de melhores práticas de governança corporativa pode ajudar as empresas a mitigar possíveis fatores suscetíveis a ocasionar o *financial distress*. Entretanto, é nítido o cuidado que as firmas devem tomar ao adotar estratégias de prevenção de risco de restrição financeira em períodos de crise como a pandemia Covid19, que assombrou o planeta no período de 2020 a

2022. Os resultados foram robustos pelos diversos testes adotados e cenários observados ao longo deste trabalho.

#### 4.3.4 – Síntese dos Resultados e Análise das Hipóteses.

A fim de apresentar uma visão geral sobre a aceitação das hipóteses do estudo, a Tabela 9 destaca uma síntese dos resultados encontrados.

**Tabela 09:** Resultado das hipóteses

<i>Fincial Distress</i>	Hipóteses	Descrição	Conclusão
CONC	H1	Existe uma relação positiva entre concentração acionária e <i>financial distress</i>	Aceita a Hipótese
IND	H2a	Espera-se relação negativa entre independência do conselho e <i>financial distress</i> ;	Rejeita a hipótese
CEO-DUAL	H2b	Espera-se relação positiva entre dualidade do <i>CEO-Chairman</i> e <i>financial distress</i> .	Aceita a Hipótese
STATE	H3	Espera-se que se a firma tem controle estatal, ela tem menor probabilidade de <i>financial distress</i>	Rejeita a Hipótese
AUDIT	H4a	Espera-se relação negativa entre o fato de a firma ser auditada por uma das Big4, e o nível de <i>financial distress</i> .	Aceita a Hipótese
	H4b	Espera-se relação negativa entre a presença do comitê de auditoria na firma e <i>financial distress</i> .	Aceita a Hipótese
	H4c	Espera-se relação negativa entre a maior presença de membros independentes no comitê de auditoria e <i>financial distress</i> .	Rejeita a Hipótese
REG	H5	Espera-se que as firmas localizadas na região do TMAP e sul de Goiás apresentarão menor <i>financial distress</i> .	Aceita a Hipótese

**Fonte:** Elaborado pelo autor

A partir das hipóteses levantadas, percebe-se que foram corroboradas junto a literatura as seguintes: H1 (“Existe uma relação positiva entre concentração acionária e *financial distress*”) havendo uma relação positiva entre concentração acionária (CONC) e FD; H2b (“Espera-se relação positiva entre dualidade do CEO-Chairman e *financial distress*”) demonstrando que a presença do presidente exercendo também a função do CEO impacta positivamente na probabilidade de *financial distress*; H4a (“Espera-se relação negativa entre o o fato de a firma ser auditada por uma das Big4 e o nível de *financial distress*”), demonstrando que a auditoria externa exerceu seu papel na mitigação do FD; H4b (“Espera-se relação negativa entre a presença do comitê de auditoria na firma e *financial distress*”), evidenciando o papel da auditoria interna na redução do FD; e H5 (“Espera-se que as firmas localizadas na região do TMAP e sul de Goiás apresentarão menor *financial distress*”) , mostrando que firmas localizadas na região do TMAP e sul de Goiás estão menos propensas ao *financial distress*.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou os efeitos dos mecanismos de governança corporativa sobre o nível de *financial distress* de empresas brasileiras, no período de 2010 a 2022. Adotou-se um modelo de regressão logística com dados em painel, sendo que a *proxy* para *financial distress* foi baseada no Z-Score de Altman (1968). O estudo corroborou diversas hipóteses: H1 (concentração acionária), H2b (dualidade do CEO-Chairman), H4a (firmas auditadas por uma das Big4), H4b (comitê de auditoria) e H5 (regionalidade). Portanto, conforme apontado na literatura estudada, percebeu-se que firmas com maior concentração acionária apresentam maior FD; firmas com comitê de auditoria independente apresentam menor FD; firmas com a mesma pessoa ocupando o cargo de CEO e presidente do conselho de administração elevam a chance de restrições financeiras; a presença de auditores externos (Big4) reduz o FD; a presença de um comitê de auditoria interna reduz a probabilidade de FD, e, por fim, empresas localizadas no TMAP e Sul de Goiás tem menor probabilidade de entrarem em FD.

O estudo contribui com a literatura sobre governança corporativa e *financial distress* ao identificar medidas de governança no Brasil que são significativamente ligadas à restrição financeira, tratando de assuntos como monitoramento efetivo, prosperidade dos negócios e prevenção de *financial distress*, o que pode trazer importantes implicações para a estabilidade financeira das organizações. O trabalho adotou o Z-Score de Altman (1968), uma medida reconhecida na literatura internacional de finanças como preditora de *financial distress*, o que pode trazer importantes implicações para a estabilidade financeira das organizações. Esse estudo pode ser útil para credores ao prevenir perdas, assim como para sócios e gestores para promoverem melhorias na administração do caixa. O estudo também pode ser útil para investidores e reguladores que buscam supervisionar as firmas de capital aberto com relação à sua estrutura de governança e de gestão financeira.

Entre as contribuições sociais deste estudo estão a evidenciação de princípios de governança corporativa e *financial distress* a fim de demonstrar as reais vantagens e desvantagens aos investidores e a sociedade interessada. Essas informações são úteis, em primeiro lugar aos credores, na prevenção de perdas potenciais, e também para os proprietários e gestores, na identificação de problemas e na implementação de mudanças na gestão de caixa. Também é útil para acionistas, *stakeholders*, e reguladores que supervisionam empresas listadas. As firmas que apresentarem melhores índices de GC e FD podem ser mais confiáveis ao aporte financeiro, o que poderia contribuir para o desenvolvimento econômico do país em que se encontram.



O estudo teve algumas limitações, dentre as quais pode-se destacar que não foram considerados outros mecanismos de governança, tais como remuneração dos executivos, controle familiar e propriedade institucional, entre outros fatores que também podem afetar a probabilidade de financial distress das empresas. Além disso, a relação entre os mecanismos de governança corporativa e FD pode ter comportamentos diferentes entre os setores, aspecto que não foi investigado neste trabalho. Sendo assim, para estudos futuros, sugere-se analisar os efeitos de outros mecanismos de governança corporativa sobre o FD, além de explorar características desta relação entre os diferentes setores de atuação das firmas. Futuras pesquisas também podem replicar este estudo em países emergentes que possuem características diferentes do Brasil.

### **CAPÍTULO 3: O *FINANCIAL DISTRESS* É INFLUENCIADO PELAS PRÁTICAS DE ESG? UMA ANÁLISE DE FIRMAS DA AMÉRICA LATINA**

*Is Financial Distress influenced by ESG practices? An Analysis of Latin American Firms*

#### **1. INTRODUÇÃO**

Nos últimos anos, o mundo dos negócios tem experimentado uma transformação notável na forma como as empresas abordam questões ambientais, sociais e de governança, conhecidas como *Environmental, Social and Governance* (ESG). Essa evolução não é apenas uma resposta à crescente conscientização global sobre a importância da sustentabilidade, mas também uma estratégia essencial para gerenciar riscos financeiros, incluindo o temido *financial distress*.

A sustentabilidade tem sido um tema cada vez mais discutido pelos diversos setores da sociedade. Assuntos como aquecimento global, racionamento de água, mudanças climáticas, poluição, enchentes, furacões atraem cada vez mais o interesse de pessoas comuns, deixando de ser assunto restrito a pesquisadores e especialistas. De acordo com os dados do *Social Investment Forum's 24 January 2020 Trends Reports*, investimentos em empresas com sustentabilidade cresceram 258% desde 2005, variação maior do que dos ativos administrados nos Estados Unidos. Boubaker et al. (2020) observou que 90% das empresas da Fortune 500 comunicam sobre seus esforços de *Corporate Social Responsibility* (CSR). A avaliação desses fatores, também chamados de análise de sustentabilidade, tem garantido melhores investimentos e melhor rentabilidade (Bieker, et al. 2001). Neste sentido, a sustentabilidade empresarial tem sido vista como fator importante para geração de retornos excepcionais ajustados a risco (Wright, 2006).

Após a crise financeira global de 2008, foi demonstrado que a governança corporativa é sistemicamente importante e esta foi adicionada à responsabilidade corporativa, levando ao surgimento do conceito de ESG (Beijer & Pålsson 2021). Ultimamente a divulgação ESG tornou-se cada vez mais importante para os investidores institucionais tomarem decisões. Existem quatro áreas notáveis para divulgação aos acionistas: emissões de gases de efeito estufa, práticas trabalhistas, comportamento competitivo e gestão de acidentes e segurança.

Há uma evolução crescente nos relatórios sustentáveis para as firmas em todo o mundo, exigindo-lhes que melhorem a sua imagem ambiental e social (Beijer & Pålsson, 2021). Alguns estudiosos argumentaram que as empresas com um nível mais alto de ESG provavelmente terão menor risco de falência, tornando-se mais sólidas e com maior facilidade de recuperação em situações de *financial distress* (Broadstock et al. 2021; Hoepner et al. 2019; Hussain et al. 2019;

Hussain et al. 2021). A literatura argumenta que uma gestão eficaz da governança corporativa pode ajudar a reduzir ou até mesmo prevenir os piores aspectos de uma crise (Ferrero-Ferrero et al. 2013). Uma boa governança corporativa, como uma elevada participação de gestão, poder de mercado e conselhos de administração independentes, conduz a um processo de tomada de decisões mais transparente (Hsu & Wu, 2014).

Uma empresa melhor governada e com melhores pontuações em ESG, podem apresentar menor risco corporativo, menor custo de capital e menor risco (Wang et al. 2015). As evidências revelam que durante a crise financeira global de 2008 a 2009, as empresas nos EUA que obtiveram pontuações ESG mais elevadas tiveram um melhor desempenho financeiro do que outras empresas (Lins et al. 2017; Cornett et al. 2016). Sugere-se que uma situação vantajosa para todos pode ser alcançada quando uma empresa se envolve em atividades sustentáveis, uma vez que pode melhorar a sua posição no mercado e obter melhores lucros a longo prazo (Beijer & Pålsson 2021). As atividades de sustentabilidade corporativa melhoram a força competitiva, criando oportunidades para obter lucros e aumentando a diferenciação de uma empresa em relação aos seus concorrentes (Miles & Covin 2000).

Assim, as empresas com boas práticas de sustentabilidade têm maior probabilidade de sobreviver em situações *financial distress* (Mecaj & Bravo 2014). As firmas que enfrentam desafios em relação à sustentabilidade devido ao seu impacto ambiental, e maiores emissões de carbono implicam maiores riscos (Ilhan et al. 2020). Para se posicionarem para o futuro, é crucial que a estratégia empresarial de longo prazo inclua iniciativas sustentáveis (Karaman e Akman 2018; Song et al. 2018; Kou et al. 2022). Embora a literatura tenha investigado a relação entre a sustentabilidade corporativa e o *financial distress* com alguma profundidade, nenhum consenso foi alcançado, fato esse que leva a uma necessidade de se explorar mais esta relação.

Este estudo buscou avaliar a relação entre as práticas de ESG (*Environmental, Social and Governance*) e o *financial distress* em firmas brasileiras e latino-americanas. A crise financeira global de 2008 e a pandemia Covid-19 acabaram por prolongar situações de *financial distress* no Brasil e na América Latina. Tais crises forçaram as empresas a uma concorrência cada vez mais acirrada, resultando em uma elevação do *financial distress* para muitas empresas. No cerne do estudo está uma pergunta: A adoção das práticas ESG pela firma poderia reduzir a probabilidade desta firma apresentar *financial distress*?

Ainda temos poucos estudos (Al-Hadi et al. 2017; Harymawan et al. 2021; Beijer & Pålsson 2021; Kaur 2021) que se concentraram na relação entre sustentabilidade e *financial distress*. Alguns autores indicaram que a falta de uma orientação positiva para a sustentabilidade pode ter consequências graves, como perda de reputação, pressão política e midiática,

potenciais multas, penalidades e até boicote de clientes (Al-Hadi et al. 2017). A probabilidade de entrar em *financial distress* pode ser diminuída aumentando as atividades positivas em ESG (Al-Hadi et al. 2017; Cooper & Uzun 2019; Chollet & Sandwidi 2018). Por exemplo, empresas com maior envolvimento em ESG, tendem a antecipar e reduzir potenciais fontes de risco de negócios, como aqueles voltados para a regulamentação governamental, problemas trabalhistas e/ou danos ambientais (Orlitzky & Benjamin, 2001). Diversos estudos afirmam que as firmas com altas classificações em práticas sustentáveis mitigam seu risco de falência e de incorrer em *financial distress* e desfrutam de altos *ratings* de crédito, devido à sua forte imagem corporativa (Attig et al, 2013; Sun & Cui, 2014).

Em primeira análise, dentre os motivos para a avaliação da relação das práticas ESG com o *financial distress* está o benefício financeiro proveniente de uma gama de relações sustentáveis que funcionam como incentivo para os gestores serem mais transparentes em suas transações com os *stakeholders*. Pletsch *et al.* (2018) constataram que no Brasil a transparência sustentável é capaz de reduzir o custo de financiamento para as companhias abertas.

Schio *et. al* (2019) apontam ainda que as empresas com ações alinhadas às questões ambientais e sociais podem ficar menos expostas aos riscos legais e de reputação, além de favorecer a boa relação com os *stakeholders*. Clark *et al.* (2012) apresentam que empresas que reportaram baixa qualidade de informações sobre lucros tendem a criar relações sustentáveis menos tangíveis.

Existem, todavia, motivos também apontados por Clark *et al.* (2012) que remetem a uma análise inversa a respeito da adoção de ESG nas empresas. Segundo eles, conexões sustentáveis podem determinar certo nível de proteção às empresas, isentando-as de punição por parte de órgãos de fiscalização e, remetendo-as à uma despreocupação em atingir melhores níveis de responsabilidade social corporativa. Segundo Harymawan et al (2021), as práticas de *disclosure* ESG exigem que a gestão mude do paradigma econômico neoclássico para hipóteses econômicas mais liberais que requerem um investimento substancial em termos de custos e *know how* para sua total implementação. Tais custos podem ser cobertos por firmas maduras e estáveis, mas muitas vezes, não podem ser cobertos por firmas que enfrentam restrições financeiras. Logo, no contexto de *financial distress*, muitas vezes as firmas não têm tantas oportunidades de desfrutar dos benefícios trazidos pelas práticas de ESG.

A partir deste contexto que, notadamente, aponta para o aumento das preocupações e práticas relacionadas à ESG no Brasil e no mundo e que, além disso, sinaliza o efeito dessas práticas na gestão e nos resultados das organizações, os quais certamente se estendem até o nível dos investidores envolvidos, o presente estudo buscou analisar o efeito de tais práticas

sobre o nível de *financial distress* das firmas latino-americanas. Ademais, o estudo avança ao buscar entender a se o FD aliado às práticas ESG pode elevar a performance de firmas brasileiras e latino-americanas. Logo, a presente pesquisa analisou a relação entre as práticas de ESG e o *financial distress* de firmas em países brasileiros e latino-americanos no período de 2010 a 2022, e se esses dois aspectos juntos podem afetar a performance da firma.

O estudo apresenta diversas contribuições para a literatura, onde investiga-se o efeito do ESG sobre as decisões financeiras da firma e verifica-se se as políticas das firmas orientadas por ESG mitigam o risco, lançando luz sobre os benefícios financeiros que a empresa consegue obter por meio das estratégias de ESG. Além disso, o estudo pretende verificar se o comportamento socialmente responsável é importante para reduzir o *financial distress* das companhias. Ademais, os estudos empíricos têm evidenciado que as empresas que enfrentam *financial distress* não conseguem se envolver plenamente nas atividades de ESG, ou seja, poderia ocorrer situações em que um maior investimento em ESG poderia aumentar as restrições financeiras da firma. Indaga-se se a limitação orçamentária restringe as práticas de ESG das organizações. De forma complementar, o estudo também avalia se o *financial distress* aliado à performance ESG pode influenciar no desempenho da firma. Percebe-se que há estudos sobre a relação entre ESG e performance e sobre *financial distress* e performance, mas não foram encontrados estudos no Brasil que aliassem os dois aspectos e avaliassem seu impacto conjunto sobre a performance da firma. De fato, este trabalho explora o efeito moderador do ESG na relação entre *financial distress* e performance. Dessa forma, os gestores podem perceber a importância de controlar o risco financeiro, ao mesmo tempo, em que atendem às responsabilidades sociais.

Do ponto de vista prático, o trabalho avança com a prerrogativa de ter as práticas sustentáveis como forma de mitigar riscos financeiros de empresas e, conseqüentemente reduzir a probabilidade de *financial distress*. No âmbito social, a análise preconiza um caminho financeiro para os investidores do mercado, sobretudo no Brasil, onde o mercado de capitais encontra-se em fase de evolução, e também contempla o contexto do ESG, ressaltando sua importância para a imagem corporativa. Este estudo contribui para a literatura ao utilizar a saúde financeira para avaliar as decisões de ESG das empresas. O engajamento com as práticas de ESG requer injeção de capital, que poderia ser alocado em outras tarefas. Como a teoria financeira diz que o objetivo final das empresas é maximizar a riqueza dos acionistas, as empresas devem buscar um equilíbrio entre manter liquidez suficiente dentro da empresa e realizar o ESG.

Quanto as variáveis selecionadas na pesquisa, adotar-se-á o Z-Score de Altman (1968) para *financial distress*, o ESG-Score da Thomson Reuters e o ROA - *Return on assets*. Diversos autores já adotaram o score ESG da Thomson Reuters em seus estudos (Cheng et al., 2014; El Ghoul et al., 2017; Ioannou & Serafeim, 2014; Luo et al., 2015). Como afirma a Thomson Reuters, suas pontuações ESG foram projetadas para medir de forma transparente e objetiva o desempenho ESG relativo de uma empresa em dez temas (uso de recursos, emissões, inovação, gestão, acionistas, estratégia de CSR, força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto) com base nos dados informados das empresas. A literatura anterior mostrou que o ESG-Score está associado a custos de financiamento mais baixos e classificações de crédito mais altas (por exemplo, Attig et al., 2013). Isso pode estimular as empresas a aumentar seu nível de alavancagem para explorar esse benefício financeiro. Também foi criada uma *dummy* para medir os efeitos do período pandêmico (2020 a 2022) oriundo da COVID19 sobre o *financial distress*.

Quanto ao método, o estudo envolveu regressão multinível, no período de 2010 a 2022 para uma amostra de firmas latino-americanas. Os dados foram coletados na base Thomson Reuters, e tratados no software Stata<sup>15</sup>. Em termos de estrutura, além desta introdução, serão apresentadas, nas seções seguintes, respectivamente, os preceitos teóricos que sustentam a análise proposta, a metodologia utilizada para a construção da pesquisa, seus resultados e a análises dos mesmos e, finalmente, as conclusões percebidas mediante a pesquisa realizada.

A tese defendida neste estudo é que as empresas com melhor desempenho em ESG enfrentam menores índices de *financial distress*, considerando o contexto da América Latina. Do ponto de vista do financeiro, o investimento em ESG pode reduzir o valor da empresa se as iniciativas levarem a um uso ineficiente dos recursos das empresas (Liang & Renneboog, 2018), o que pode aumentar a probabilidade de *financial distress*. A demanda por dados e classificações ESG aumentou com o crescimento dos investimentos sustentáveis e das estratégias de investimento socialmente responsáveis relacionadas (Cellier & Chollet, 2012; Liang & Renneboog, 2018). Além disso, ao incluir considerações ESG em suas decisões de negócios, as empresas podem melhorar sua eficiência de investimento (Benlemlih e Bitar, 2018) e assim, reduzir o risco de *financial distress*. Na mesma direção estudos de Attig et al., (2013) afirmam que um envolvimento em ESG melhorará a pontuação de crédito e desempenhará um papel positivo em caso de falência em empresas do Canadá

A adesão as práticas de ESG requerem que a gestão mude de paradigma do foco no lucro e na maximização da riqueza dos proprietários para uma perspectiva voltada para todos os *stakeholders*. Isso requer investimentos substanciais em termos de custo e qualificação.

Algumas firmas não conseguem cobrir tais custos, em especial aquelas que são financeiramente restritas (Harymawan et al, 2021; Al-Hadi et al, 2019; Stead & Stead, 2013). No que diz respeito às próprias dimensões ESG, as boas práticas de governança corporativa são conhecidas por reduzirem o *financial distress* (Lee & Ye, 2004). A estratégia em práticas ESG, como fatores essenciais que afetam o desempenho das empresas receberam pouca atenção no que diz respeito ao seu impacto na probabilidade de as empresas enfrentarem *financial distress* (Habib, 2023; Kharub et al, 2019; Moriones et al, 2021).

Este estudo explora se as práticas ESG são essenciais para mitigar a probabilidade de as empresas enfrentarem *financial distress*, e fornece evidências que aumentam a nossa compreensão dos determinantes subjacentes à probabilidade de enfrentar dificuldades financeiras, ajudando assim os gestores a melhorar as suas estratégias e o desempenho ESG, nessa vertente esse estudo lança uma luz com foco em empresas da América Latina. Ademais defende-se que quando se analisa as duas variáveis juntas – ESG e FD – ocorre impactos na performance corporativa, como destacam Wu et al (2020).

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta sessão serão abordados os aspectos teóricos que pautam a análise e a fundamentação proposta na pesquisa. Para tanto, serão abordados temas voltados para as práticas ESG/CSR e para o *financial distress*, abrangendo conceitos e implicações, bem como o alinhamento dos mesmos às teorias de finanças. A atenção aos aspectos sociais e ambientais passou a ser um diferencial para as empresas e uma exigência das sociedades, que não esperam mais apenas o lucro das empresas, mas exigem delas o comprometimento e a legítima preocupação com a responsabilidade social e com a sustentabilidade (Grandi, Jasinski & Andreoli, 2020).

Inúmeras pesquisas têm sido desenvolvidas sobre *disclosure* ESG e sobre *disclosure* CSR (*Corporate Social Responsibility*), tratando a sustentabilidade empresarial como fator essencial. É importante compreender os conceitos de cada constructo citado. Segundo Galindo et al. (2023), as ações de responsabilidade social corporativa (CSR) não faziam parte das estratégias dos negócios das empresas, uma vez que os relatórios se limitavam às divulgações de boas ações sociais e ambientais das companhias, por exemplo a filantropia. Nesse sentido, CSR está mais voltada para as atividades socialmente responsáveis da organização (Gillan et al., 2021), ao passo que ESG diz respeito à maneira como as empresas e os investidores integram as ações ambientais, sociais e de governança como operações finalísticas (Galindo et al., 2023; Gillan et al., 2021). Para Park et al. (2023), CSR volta-se para as responsabilidades,

obrigações legais e éticas e filantropia, enquanto ESG tem como foco o bem-estar social e a geração de riqueza sustentável de longo prazo para os acionistas e os *stakeholders*. Nesse sentido, a incorporação de aspectos ambientais, sociais e de governança (ESG) na estratégia da empresa com vistas a gerar valor tanto para a sociedade, quanto para o meio ambiente e os acionistas (Galindo et al., 2023), leva a compreensão de que as práticas ESG são mais abrangentes do que as de CSR (Gillan et al., 2021), ou melhor dizendo, ESG é uma evolução em comparação à CSR (Galindo et al., 2023).

A fundamentação teórica deste estudo pautou-se em pesquisas sobre práticas ESG e práticas CSR, bem como sua relação com o *financial distress* e o desempenho financeiro das empresas, dado que muitos autores utilizam o score ESG da Thomson Reuters como proxy de CSR e, muitas vezes, torna-se difícil separar os dois constructos.

## **2.1. Teorias que embasam o estudo**

Este estudo encontra respaldo em diversas teorias. Primeiramente, pode-se citar a Teoria da Agência proposta por Jensen e Meckling (1976). Dado que as firmas que adotam práticas de ESG tendem a proporcionar proteção, segurança, redução de riscos, melhor imagem corporativa, maior transparência, redução do custo de financiamento, melhor *disclosure* e menor assimetria entre os agentes, percebe-se que o tema remete à Teoria de Agência, no sentido de que as firmas com melhores práticas de ESG tendem a minimizar os custos de agência acionista/gestor/credor e reduzir a assimetria entre os *stakeholders e shareholders*.

Outra teoria importante para embasar este estudo é a Teoria da Sinalização proposta por Spence (1973), que analisa os mecanismos usados por alguns mercados para reduzir os problemas de assimetria de informações. A partir desta teoria, percebe-se que as práticas de ESG sinalizam ao mercado e aos *stakeholders* em geral, uma perspectiva otimista da organização, o que pode em tese melhorar as transações entre os agentes. Pesquisadores argumentam que ESG serve como um sinal de certificação para os participantes do mercado. Fisman, Curar e Nair (2006) argumentam que ESG atua como um sinal confiável de que a firma oferta produtos de qualidade. Numerosos estudos também descobriram que a ESG é percebida como um sinal positivo (Allen et al., 2007; Bagnoli & Watts, 2003; Besley & Ghatak, 2007; Curar, 2005; Orlitzky et al., 2003). Por outro lado, Campelo (2007) questiona por que razão as empresas desejam ter um comportamento socialmente responsável e propõe que empresas em condições financeiras fracas e ambiente econômico ruim seriam menos propensas a realizar atividades de ESG.



Observa-se, portanto que no que tange ao *financial distress*, a Teoria da Sinalização também é pertinente. Quando a firma adota, por exemplo, uma estratégia de empréstimos agressiva, ela sinaliza ao mercado que é capaz de gerar fluxos de caixa suficientes para cumprir suas obrigações atuais e futuras. No entanto, em situações adversas, e com o excesso de alavancagem, o conflito entre acionistas e credores pode aumentar, ocorrendo simultaneamente elevação do nível de *financial distress* e dos custos de falência.

Uma terceira teoria importante é a Teoria dos *Stakeholders*, originalmente proposta por Freeman (1984) que afirma que há muitos componentes da sociedade que precisam ser levados em consideração na tomada de decisão da empresa: governo, organizações não governamentais, sindicatos, consumidores, potenciais clientes, potenciais empregados e a sociedade como um todo. Dessa forma, as práticas de ESG se alinham a esta visão e se torna interessante entender até que ponto a firma pode se tornar financeiramente restrita ao tentar atender a tantos interesses por vezes divergentes, o que remete novamente à Teoria da Agência.

Quando se pensa em *financial distress*, acaba-se por retomar as teorias que tratam das escolhas de estrutura de capital. São basicamente quatro teorias: a teoria da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958); a teoria do trade-off; a teoria da *Pecking Order* e a Teoria da Agência. A teoria do trade-off defende que ocorre um balanceamento dos efeitos dos impostos sobre as dívidas e dos custos de falência associados à alavancagem. Dessa forma, à medida que as empresas aumentam o uso da dívida, seu valor aumenta devido aos benefícios fiscais. Este uso da dívida é adequado até certo nível onde as empresas podem enfrentar o *financial distress*. Outra teoria importante é a Teoria dos Fluxos de Caixa Livres de Jensen (1986). Segundo ela, os gestores reduzem o caixa livre para fazer investimentos com valor presente líquido positivo. Dessa forma, quando os gestores optam por um maior endividamento, eles diminuem o fluxo de caixa livre aos acionistas, gerando impacto sobre o nível de *financial distress* das firmas.

## **2.2. Estudos sobre ESG/CSR e *Financial Distress***

A literatura aponta as razões pelas quais as práticas ESG podem afetar a probabilidade de *financial distress* (Boubaker et al., 2020; Dumitrescu, Hefnawy & Zakriya, 2020). Inicialmente, tais práticas podem reduzir o risco da empresa, proporcionando uma redução no *financial distress* das firmas (Dumitrescu et al., 2020). Estudos anteriores documentaram uma relação inversa entre responsabilidade social corporativa e/ou práticas ESG e risco da empresa. Por exemplo, Herremans et al. (1993) constatam que as empresas manufatureiras dos EUA com melhor reputação de CSR obtêm melhores retornos de ações com menor risco para os

investidores. Jo e Na (2012) encontraram uma relação negativa entre ESG e risco financeiro da empresa, apoiando a hipótese de redução de risco. Lee e Faff (2009) descobriram que as empresas socialmente responsáveis têm um risco menor devido ao melhor desempenho mercadológico. Estudos de Lee e Ye (2004), com empresas listadas em Taiwan mostram que as medidas de risco de governança corporativa estão positivamente relacionadas ao *financial distress*. Sob a mesma ótica, Albuquerque et al. (2019) concluem que o desempenho de CSR aumenta o valor da empresa e diminui o risco sistemático.

Diversos estudos demonstram como as práticas ESG têm sido tema de investigação empresarial (Beijer & Pålsson 2021; De Lucia et al. 2020; Folqué et al. 2021). Em particular, Friede et al. (2015) analisaram mais de 2.100 estudos empíricos para examinar a relação entre os relatórios ESG e o desempenho corporativo. A maioria desses estudos defende que os relatórios ESG estão positivamente relacionados com o desempenho financeiro. No entanto, há opositores a esta visão que argumentam que o investimento na sustentabilidade empresarial tem alto custo (Becchetti et al. 2008) e que para alcançar o compromisso ESG, uma empresa normalmente precisa de sacrificar recursos financeiros (Harymawan et al. 2021). Além disso, algumas conclusões demonstraram que os benefícios dos relatórios ESG podem não ser alcançados em todos os casos (Revelli & Viviani 2015), e que há empresas que podem não obter qualquer retorno do investimento em ESG (Harymawan et al. 2021), ou podem obter um retorno inferior aos seus custos (Friedman, 1970). As descobertas variam entre uma relação positiva, negativa ou nenhuma relação entre a sustentabilidade corporativa e o desempenho financeiro da firma (Abdi et al. 2022), e não há nenhum resultado conclusivo (Kaur, 2021). A utilização de fontes de dados variadas e a consideração de variáveis de moderação e mediação podem explicar os resultados mistos obtidos pela literatura anterior (Wang & Sarkis 2015; Orlitzky et al. 2003).

Embora uma grande quantidade de estudos tenha analisado o impacto dos relatórios ESG no desempenho financeiro das empresas, alguns autores procuraram investigar se a condição financeira de uma empresa afeta os seus relatórios ESG. Campbell (2008) ressaltou que uma empresa em situação de *financial distress* tem menor probabilidade de implementar investimentos de responsabilidade social corporativa (CSR). Isto não acontece propositalmente, mas sim devido à falta de capital suficiente (Harymawan et al. 2021). Uma empresa em uma situação de *financial distress* será provavelmente forçada a implementar uma estratégia de baixo custo nos investimentos em ESG, entretanto as somas de recursos aplicadas reduzem a sua expectativa em alcançar um melhor desempenho em sustentabilidade. Por outro lado, outros autores afirmam que as empresas com elevado índice ESG apresentam menor risco de enfrentar

uma situação de *financial distress* e são mais sólidas em períodos de crise (Broadstock et al. 2021; Hoepner et al. 2019).

Ao utilizar o investimento ESG para melhorar a diferenciação da imagem corporativa e oferecer diversificação do portfólio de produtos, as empresas podem reduzir a exposição sistemática ao risco financeiro. Por um lado, Chang et al. (2013) obtiveram resultados consistentes de que um bom desempenho ESG pode proporcionar uma melhor proteção corporativa e melhorar a qualidade, produtividade, eficiência e eficácia da gestão operacional nas empresas durante uma crise global, o que, por sua vez, diminui a probabilidade de *financial distress*.

A obtenção de uma reputação socialmente responsável pode exigir recursos enormes que poderiam ter sido alocados a outros projetos de investimento, resultando numa competitividade reduzida (Tristiariini et al 2017; Kaur 2021) e um maior risco de *financial distress*.

Por sua vez, Husted (2005) usa a teoria das opções reais para sugerir que o ESG tem um efeito negativo no risco de negócios. Kim et al. (2014) constatam que as empresas socialmente responsáveis evitam o acúmulo de más notícias e mantêm um alto nível de transparência, o que reduz o risco de queda do preço das ações. Mishra e Modi (2013) demonstram que o engajamento de ESG da empresa está negativamente e significativamente relacionado ao risco idiossincrático, com ESG negativo aumentando os níveis de risco financeiro. Em suma, as evidências acima mencionadas documentam que as empresas podem mitigar sua exposição ao risco por meio de políticas eficazes de ESG.

Da mesma forma, o engajamento em práticas de ESG pode melhorar as condições de financiamento das empresas, reduzindo assim o seu nível de *financial distress* (FD). Estudos empíricos consideram que o efeito das estratégias de ESG na capacidade das empresas de acessar financiamento depende do grau de exposição ao risco. Por exemplo, Sharfman e Fernando (2008) estudaram o impacto da ESG no custo de capital. Eles descobriram que melhorias na gestão de riscos ambientais reduzem o custo de capital e melhoram a percepção de risco das firmas. El Ghoul et al. (2011) descobriram que as empresas com melhores pontuações de ESG apresentam menor custo de capital próprio devido ao seu menor risco percebido.

Usando dados para linhas de empréstimo dos EUA, Goss e Roberts (2011) documentam que o desempenho aprimorado de ESG reduz o custo dos empréstimos bancários de acordo com a visão de mitigação de risco. Os últimos anos tem revelado uma literatura crescente mostrando que níveis mais altos de engajamento em CSR melhoram as classificações de crédito das empresas. Attig et al. (2013), por exemplo, mostram que as agências de classificação de crédito

estão mais inclinadas a atribuir classificações altas a empresas que apresentam bom desempenho social. Essas agências incluem o desempenho de ESG como uma informação não financeira importante na avaliação da qualidade de crédito das empresas. Jiraporn et al. (2014) fornecem evidências de que um aumento de um desvio padrão no CSR aumenta as classificações de crédito em 4,5% e reduz o risco de inadimplência.

Farooq e Noor (2021) analisam o papel das práticas CSR sobre a probabilidade de *financial distress* para uma amostra de 139 firmas listadas na bolsa do Paquistão, no período de 2008 até 2019. Constatam um impacto positivo das práticas CSR sobre as restrições financeiras. Por sua vez, Farooq, Noor e Qureshi (2022) investigam relação similar, mas acrescentam o efeito moderador da governança corporativa sobre a relação CSR-FD, para 117 firmas do Paquistão, no período 2008 a 2021. O índice de governança usado inclui 29 provisões de governança. Na mesma linha de estudos, Guotai, Khalil e Erraja (2023) investigam a relação entre CSR e FD na China, utilizando o O-score e uma amostra de 4.202 observações entre os anos de 2011 e 2017. A relação fica mais forte para firmas com fraca governança corporativa e com baixo percentual de investidores institucionais envolvendo firmas não estatais e com *disclosure* ESG obrigatório.

No mesmo cenário, Farooq, Noor e Qureshi (2022) exploram o papel das práticas CSR sobre o nível de *financial distress* de 139 firmas do Paquistão entre os anos 2008 a 2019. O método usado foi regressão logística e GMM, e a proxy para FD foi o Z-Score de Altman. Os autores encontraram um impacto negativo do CSR sobre o *financial distress* em ambos os modelos (regressão logística e GMM). O resultado é consistente com a teoria dos *stakeholders*, na qual o investimento em CSR não só alinha o interesse entre *stakeholders e stakeholders*, mas também mitiga o risco de *financial distress*.

Com base nos estudos supracitados, este estudo buscou analisar a relação entre o score ESG e suas três dimensões (ambiental, social e de governança) com o *financial distress*. Isto é, o score será analisado de forma agregada e separada. Assim chegou-se a primeira hipótese do estudo:

**H1:** As práticas ESG reduzem a probabilidade de *financial distress* das firmas.

Na ponta inversa, Harymawan et al (2021) examinam a relação entre *financial distress* e *disclosure* ESG. Eles supõem que as firmas restritas financeiramente são motivadas a ter melhor *disclosure* ESG, já que este oferece alta performance financeira e de mercado. O *disclosure* ESG demanda recursos substanciais, os quais as firmas restritas financeiramente

podem não estar aptas a fornecer. Para uma amostra da Indonésia, eles constatam que as firmas restritas têm menor qualidade de *disclosure* ESG do que as firmas não restritas.

Harymawan et al (2021) argumentam que há uma corrente de pesquisa (Deng, Kang & Low, 2013; Friedman, 1970) que acredita que as atividades de ESG podem prejudicar a riqueza dos acionistas. É a corrente de estudo que afirma que “a única responsabilidade social das empresas é fazer dinheiro” (Friedman, 1970, p. 122). Essa situação iria supostamente diminuir o desejo das firmas restritas financeiramente de oferecer relatórios de ESG de qualidade.

Em síntese, firmas financeiramente restritas, por terem limitações orçamentárias, não estariam dispostas a realizar grandes investimentos em práticas de ESG/CSR, sendo que, talvez não por opção, mas por limitações financeiras, tais firmas não se engajem tanto nas atividades de ESG. Nesta linha, seria interessante analisar se as empresas financeiramente restritas teriam uma menor qualidade de *disclosure* ESG comparadas às empresas não financeiramente restritas.

Chan, Chou e Lo (2017) examinam se diferentes estados de liquidez do fluxo de caixa afetam a extensão das atividades de CSR da firma. Para tanto, utilizam o score MSCI ESG como variável dependente e o índice KZ e o Z score de Altman como variáveis independentes de teste. Além disso, adotam um índice de entrincheiramento, variáveis de compensação dos executivos, ROA, perdas, tamanho da firma, *market to book* e alavancagem como variáveis de controle, para analisar o impacto do financial distress sobre as práticas de ESG. Com base em tais estudos, chegou-se a segunda hipótese:

**H2:** As práticas ESG aumentam a probabilidade de *financial distress* das firmas.

Acredita-se também que no contexto das empresas da América Latina, a hipótese 2 faz mais sentido. Os estudos sobre ESG e *financial distress* foram realizados em diferentes contextos, mas pouco se sabe sobre essa relação em empresas da América Latina. Dandaro e Lima (2022) sugerem que uma melhora no desempenho ESG não é capaz de reduzir o risco de crédito em empresas latino-americanas, resultado que diverge dos apresentados para economias desenvolvidas em estudos anteriores. Observa-se que a ESG na América Latina ainda está emergindo (Lázaro & Gremaud, 2016) e seus conceitos centrais em muitos aspectos ainda não são claros (Pozas et al., 2014). A grande maioria das firmas latinas ainda marginalizam as questões socioambientais (Correa et al., 2010). Existem vários exemplos de críticas e conflitos que as empresas extrativas enfrentaram (Pozas et al., 2014). Existem também numerosos casos na região latino-americana que envolvem práticas empresariais abusivas, desde a contaminação

do ambiente até abusos dos direitos humanos, o que indica que a questão da ESG precisa de ser integrada no núcleo do negócio e que as empresas devem rever os seus objetivos, políticas e modos de operação (Kemp & Owen, 2013). Com a pandemia Covid19, essa região sofreu grandes perdas de emprego e vendas no varejo, além de forte desaceleração do PIB, queda na entrada de turistas e investimentos estrangeiros. Além disso, a pandemia Covid19 levou ao fechamento de cerca de 2,7 milhões de empresas da América Latina e Caribe, e perda de 8,5 milhões de empregos (Dandaro & Lima, 2022).

A governança corporativa e seus impactos na divulgação ESG na América Latina é extremamente deficiente (Chong & Silanes, 2007; Nicholls et al., 2011). A América Latina oferece um contexto único para entender melhor como a GC e a divulgação ESG interagem porque as empresas têm pouca proteção para os acionistas minoritários (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999) e têm uma orientação relativamente baixa para as partes interessadas (Dhaliwal et al., 2012). Essa configuração única de atributos institucionais pode fornecer resultados que diferem da literatura dominante, principalmente do risco de falência e *financial distress*. Pesquisas anteriores encontram diferenças significativas na relação entre *financial distress* e divulgação ESG no contexto dos EUA (Giannarakis, 2014b; Giannarakis, Konteos, & Sariannidis, 2014) em comparação com mercados emergentes (Khan et al., 2013; Said et al., 2009). Outros estudos mostram que os impactos do ESG são muito sensíveis aos contextos específicos dos países (Arya & Zhang, 2009; Brammer et al., 2009). As características das empresas latino-americanas criam um contexto distinto e único sobre as recomendações de divulgação ESG no intuito de minimizar a probabilidade de *financial distress*, sem comprometer a liquidez (Husted et al. 2019).

Com foco na performance corporativa, Wu et al (2020) exploram o impacto da ESG e do *financial distress* sobre a performance financeira de firmas chinesas do setor de manufatura. A amostra do estudo envolveu 1.445 observações no período de 2013 até 2018, onde encontraram que a ESG tem um impacto positivo e significativo sobre a performance, e que este relacionamento é mais forte para firmas mais estáveis. Além disso, observaram que a relação entre ESG e performance é mais forte para empresas estatais.

Observa-se que a literatura internacional apresenta diversos estudos sobre a relação entre ESG/CSR e performance, como por exemplo: Margolis, Elfenbein e Walsh (2009); Nguyen, Kecskés e Mansi (2020), Lu, Chau, Wang e Pan (2014), Cheng, Lin e Wong (2015), Lin, Hung, Chou e Lai (2019), Kao, Yeh, Wang e Fung (2018), Scholtens (2008), Waddock e Graves (1997), Quéré, Nouyrigat e Baker (2015), Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2019), em cenários diversos tais como China, Taiwan e Europa. Por sua vez, a literatura de finanças

também é vasta no que tange aos estudos sobre a relação entre performance e *financial distress* (Opler & Titman, 1994; Lee & Thong, 2023; Prasetyo & Faturohman, 2023; Kalash, 2023). No entanto, o único estudo encontrado que trata simultaneamente a relação entre ESG, *financial distress* e performance foi o de Wu et al (2020), o que caracteriza um dos pontos inovadores do presente estudo, e que para todas as hipóteses elencadas neste item, o score ESG foi avaliado de forma geral e segregada em suas três dimensões (ambiental, social e de governança). Assim, com base em Wu et al. (2020), chegou-se à terceira hipótese deste estudo:

**H3:** As práticas ESG aliadas ao nível de *financial distress* influenciam positivamente na performance da firma.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra e fonte de dados

A amostra inicial do estudo é formada por 1.255 empresas latino-americanas. Seguindo estudos anteriores, excluimos empresas do setor financeiro devido a exigências regulatórias e suas particularidades financeiras (Atif et al., 2022; Bates et al., 2009; Martínez-Ferrero et al., 2015). Após este filtro, a amostra final consistiu em 977 firmas listadas no período de 2010 a 2022 e foi formada por 10 países latino-americanos que apresentaram dados de ESG, sendo retirados da análise: Bolívia, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Paraguai, e Venezuela, visto que não foram encontrados dados de ESG no período. Os dados foram coletados na base Thomson Reuters. O período analisado foi de 2010 a 2022 envolvendo os anos pós a implementação das IFRS – *International Financial Standards Reports*, quando os balanços passaram a ser padronizados a nível internacional. A Tabela 10 demonstra a quantidade de empresas por país da América Latina que foram analisadas neste estudo:

**Tabela 10:** Países da América Latina

País	Frequência	Porcentagem
Argentina	84	8,6%
Brazil	364	37,3%
Cayman Islands	59	6,0%
Chile	159	16,3%
Colômbia	48	4,9%
Costa Rica	5	0,5%
Mexico	131	13,4%
Panama	6	0,6%
Peru	118	12,1%
Uruguay	3	0,3%
<b>Total</b>	<b>977</b>	<b>100%</b>

---

*Nota: Frequência = quantidade de empresas por país; Porcentagem = a parcela que as empresas do país representam em relação à amostra total de empresas.*

---

**Fonte:** Elaborado pelo Autor.

## 3.2 Variáveis do Estudo

### 3.2.1 Variáveis dependentes

**Financial Distress – FD:** O Z-Score de Altman (1968) já foi utilizado como variável dependente em vários estudos recentes realizados em países emergentes, dentre os quais destacam-se os trabalhos de Boubaker et al. (2020), Farooq, Noor e Qureshi (2022), Harymawan et al. (2021) e Wu et al (2020). Nesta pesquisa, a variável dependente (*financial distress - FD*) é o Z-Score de Altman (1968) calculado a partir da equação (1):

$$Z\text{-Score}_{it} = 3,3*X1 + 0,99*X2 + 0,6*X3 + 1,2*X4 + 1,4*X5 \quad (1)$$

Onde:

- $X1$  é o lucro antes de juros e impostos dividido pelo total de ativos;
- $X2$  é a receita líquida dividida pelo ativo total;
- $X3$  é o valor de mercado da empresa dividido pelo passivo total;
- $X4$  é capital de giro dividido pelo ativo total,
- $X5$  é o lucro retido dividido pelo ativo total.

Para calcular o *financial distress* neste estudo, assim como Boubaker et al. (2020), Farooq, Noor e Qureshi (2022), Harymawan et al. (2021) e Wu et al (2020), criou-se uma variável *dummy* de *financial distress*, em que são consideradas como firmas restritas, aquelas que possuem um Z-Score inferior a 1.81 assumindo o valor “1” e “0” para aquelas que registram um Z-Score maior do que 1.81 definidas como não restritas.

**Return On Asset – ROA:** O retorno sobre os ativos (*Return On Asset - ROA*) é uma variável que mostra o retorno sobre o total de ativos utilizados na empresa. O ROA é um indicador para medir quanto de lucro líquido é gerado por unidade de ativos. Esta variável é utilizada para medir quanto de lucro líquido será gerado a partir de fundos incorporados no total dos ativos (Bodroastuti, 2009; Cinantya e Merkusiwati 2015). Quanto maior for o ROA, maior será o nível de lucro alcançado pela empresa e melhor será a posição da empresa em termos de utilização dos ativos. O retorno sobre os ativos (ROA) também foi selecionado como variável dependente nas pesquisas de Wu, Shao, Yang e Ding (2020) e de Fischer e Sawczyn (2013) para observar



se a responsabilidade social corporativa pode impactar a rentabilidade das firmas.

### 3.2.2 Variáveis Independentes

***Environmental, Social and Governance - ESG:*** Score ESG da base Thomsom Reuters e suas três dimensões (ambiental, social e de governança) analisadas separadamente conforme diversos estudos (Abbott & Monsen, 1979; Aras et al., 2010; Guthrie & Abeysekera, 2006; Ntim & Soobaroyen, 2013; Prado-Lorenzo et al., 2009).

A Thomson Reuters utiliza as pontuações ESG para medir o desempenho ESG relativo de uma empresa em dez temas (uso de recursos, emissões, inovação, gestão, acionistas, estratégia de CSR, força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto), com base nos dados reportados pelas empresas. Conforme apontado na literatura anterior (Ferrero-Ferrero, Fernández-Izquierdo, & Muñoz-Torres, 2015), as pontuações geram informações transparentes, auditáveis e comparáveis para a avaliação das práticas ESG.

Especificamente, para estimar a pontuação ESG de uma empresa, são utilizados 178 indicadores agrupados em 10 categorias (uso de recursos, emissões, inovação, gestão, acionistas, estratégia de CSR, força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto) pertencentes a três pilares: ambiental, governança e social (Dorfleitner, Halbritter & Nguyen, 2016). Este estudo optou por usar o ESG-Score com base na literatura, empregando as pontuações ESG desenvolvidas pela *Refinitiv* da Thomson Reuters que variam de 0,1 a 100, com pontuações altas indicando que as empresas têm melhores iniciativas ambientais, sociais e de governança (Atif et al., 2022).

### 3.2.3 Variáveis de controle

Seguindo estudos anteriores, escolheram-se algumas variáveis de controle (Farooq, Noor & Qureshi, 2022; Wu et al., 2020), pois há evidências da literatura apontando que tais variáveis podem controlar a relação entre ESG e FD. Neste aspecto foram selecionadas as seguintes variáveis de controle:

**Equivalência de Caixa (SLACK):** Medida que é igual ao capital monetário dividido pelo total de ativos e representa os recursos redundantes da empresa. Com base na teoria da agência, o impacto dos recursos redundantes sobre o desempenho corporativo é uma curva em forma de U (Farooq et al., 2022; Wu et al., 2020), sugerindo que quanto maior a folga de caixa, menor a propensão de a firma sofrer *financial distress*.

**Tamanho da Firma (SIZE):** é medido pelo logaritmo natural dos ativos totais, representando

o tamanho da empresa em relação a seus ativos. Estudos de Habib, (2023) e de Udin et al. (2017), mostraram que tamanho da firma é relacionado positivamente com FD. Esta conclusão indica que as empresas maiores têm maior probabilidade de entrar em falência.

**Depreciação (DEP):** Proporção entre despesas de depreciação e ativos totais, representando a perda do valor dos ativos em função do tempo. Os estudos de Farooq, Noor & Qureshi, (2022), sugerem que a depreciação está negativamente relacionada ao *financial distress*

**Tangibilidade dos Ativos (TANG):** é a variável calculada através da razão entre o ativo tangível e o ativo total. Descrita em estudos de Rajan e Zingales (1995), eles sugerem que a intensidade de capital físico também representa tangibilidade, proporcionando uma capacidade de empréstimo maior, reduzindo assim o *financial distress*. No Brasil, alguns estudos (Brito & Lima, 2005; Rocha & Amaral, 2007) encontraram uma relação positiva entre tangibilidade e *financial distress*, enquanto outros (Bastos et al., 2009; Medeiros & Daher, 2005) indicaram relação negativa.

**Alavancagem (LEV):** é medida pela razão entre a dívida total e o ativo total, conforme sugerido por Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021) e por Habib (2023), e sugere que uma maior alavancagem tende a elevar o nível de *financial distress*.

**Oportunidade de Crescimento (GROWTH):** Refere-se ao intervalo de crescimento da receita operacional no período atual em comparação com o período anterior. Quanto maior for o valor do índice, mais forte será a lucratividade da empresa. Em geral, quanto maior a taxa de crescimento, mais promissoras são as perspectivas de desenvolvimento da empresa (Liu et al., 2019; Wu et al., 2020).

**Liquidez Corrente (CR):** é a variável calculada através da razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, que em geral, encontra uma relação negativa com o *financial distress*, conforme estudos de Ashraf, Felix e Serraqueiro (2020). Estudos de Saputri e Asrori (2019) analisaram o impacto da liquidez como uma variável mediadora de *financial distress* e fornecem evidências de uma maior eficácia em sua estrutura.

**Crise-Covid (COVID):** é calculada por uma variável *dummy* que assume valor 1 para os anos da pandemia Covid e valor 0, caso contrário nos anos de 2020 a 2022 (Habib, 2023). Espera-se que nos anos da crise se encontre maior restrição financeira, conforme Habib (2023).

Todas as variáveis dependentes, independentes e de controle são apresentadas na Tabela 11, destacando suas métricas, sinais esperados e autores base.

Tabela 11 – Variáveis do Estudo

Variáveis	Símbolo	Métrica	Sinal Esperado	Autores Base
<b>Variáveis Dependentes</b>				
<i>Financial Distress</i>	<b>FD</b>	Variável dummy com valor 1 para as firmas com FD e 0 caso contrário.		Altman (1968); Bravo-Urquiza & Moreno-Ureba, (2021)
<i>Retorno sobre os Ativos</i>	<b>ROA</b>	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$		Wu, Shao, Yang e Ding (2020); Cinantya e Merkusiwati (2015)
<b>Variável Independente</b>				
<b>ESG</b>	<b>ESG</b>	Pontuação de responsabilidade social corporativa – ESG Score e seus componentes ( <i>Environmental, Social and Governance</i> ) calculados de maneira independente	Positiva	Harymawan et al (2021); Deng, Kang & Low (2013); Ntim & Soobaroyen, (2013)
<b>Variáveis de Controle</b>				
Equivalência de Caixa	<b>SLACK</b>	$\frac{\text{Caixa}}{\text{Ativo Total}}$	Negativa	Farooq, Noor & Qureshi, (2022); Wu, Shao, Yang, Ding & Zhang, (2020)
Tamanho da Firma	<b>SIZE</b>	$\text{Log. Ativo Total}$	Positiva	Habib, (2023); Udin et al., (2017)
Depreciação	<b>DEP</b>	$\frac{\text{Depreciação}}{\text{Ativo Total}}$	Negativa	Boubaker et. al. (2021); Farooq, Noor & Qureshi, (2022)
Tangibilidade	<b>TANG</b>	$\frac{\text{Ativo Tangível}}{\text{Ativo Total}}$	Negativa	Brito & Lima, (2005); Rocha & Amaral, (2007); Bastos et al., (2009)
Alavancagem	<b>LEV</b>	$\frac{\text{Divida Total}}{\text{Ativo Total}}$	Positiva	Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021); Habib (2023)
Crescimento da Receita	<b>GROWTH</b>	$\frac{\text{Lucro operacional no ano t menos o Lucro Operacional do ano t-1}}{\text{Lucro Operacional do ano t-1}}$	Negativa	Wu, Shao, Yang, Ding e Zhang (2020)
Liquidez Corrente	<b>CR</b>	$\frac{\text{Ativo Circ.}}{\text{Passivo Circ.}}$	Negativa	Wu, Shao, Yang, Ding & Zhang (2020); Ashraf, Felix e Serraqueiro (2020).
Crise	<b>COVID19</b>	Dummy que assume valor 1 para os anos da pandemia Covid e valor 0, caso contrário	Positiva	Habib, (2023)

Fonte: Elaborado pelo autor

### 3.4. Modelos econométricos do estudo

Seguindo Bernardo, Albanez e Securato (2018), utilizou-se um modelo de regressão hierárquica de três níveis com medidas repetidas, considerando que os dados estão alinhados em países e as medidas de ESG variam ao longo do tempo para cada empresa. De acordo com

Elango e Wieland (2015), o modelo de regressão multinível é mais adequado para esse tipo de análise porque permite a inclusão de interceptos fixos e aleatórios, proporcionando maior precisão e robustez nos resultados. O modelo multinível também permite observar a variação da variável dependente em cada nível, além de reduzir os problemas de endogeneidade.

O modelo multinível considera especificamente a estrutura hierárquica de dados e, simultaneamente, integra variáveis individuais e contextuais (Rabe-Hesketh & Skrondal, 2012). Todos os modelos foram estimados em três níveis distintos pela máxima verossimilhança (*Full Maximum likelihood – ML*) e sem preditores a fim de observar a variação das variáveis dependentes entre empresas, países e o tempo. A regressão apresentada na equação (2) resume os três níveis estimados, onde  $Y_{ijt}$  é a média geral de *financial distress* e de desempenho (ROA),  $\epsilon_j$  capta o efeito aleatório de cada país  $j$ ,  $\mu_i$  é o efeito aleatório de cada firma  $i$ , e  $e_{itk}$  termo de erro aleatório ao longo do tempo.

$$Y_{ijt} = \beta_{000} + \epsilon_{ij} + \mu_i + e_{ijt} \quad (2)$$

Os modelos econométricos do estudo partem das seguintes hipóteses: H1: “As práticas ESG reduzem a probabilidade de *financial distress* das firmas”; “H2: As práticas ESG elevam a probabilidade de *financial distress* das firmas”. Tais hipóteses foram testadas através da regressão logística multinível apresentada na equação (3), (4), (5) e (6).

$$FD_{ijt} = \beta_{000} + \beta_1 ESG_{ijt} + \beta_2 COVID19_t + \beta_3 SIZE_{ijt} + \beta_4 LEV_{ijt} + \beta_5 TANG_{ijt} + \beta_6 GROWTH_{ijt} + \beta_7 SLACK_{ijt} + \beta_8 DEP_{ijt} + \epsilon_{ij} + \mu_{ij} + e_{ijt} \quad (3)$$

$$FD_{ijt} = \beta_{000} + \beta_1 ENV_{ijt} + \beta_2 COVID19_t + \beta_3 SIZE_{ijt} + \beta_4 LEV_{ijt} + \beta_5 TANG_{ijt} + \beta_6 GROWTH_{ijt} + \beta_7 SLACK_{ijt} + \beta_8 DEP_{ijt} + \epsilon_{ij} + \mu_{ij} + e_{ijt} \quad (4)$$

$$FD_{ijt} = \beta_{000} + \beta_1 SOCIAL_{ijt} + \beta_2 COVID19_t + \beta_3 SIZE_{ijt} + \beta_4 LEV_{ijt} + \beta_5 TANG_{ijt} + \beta_6 GROWTH_{ijt} + \beta_7 SLACK_{ijt} + \beta_8 DEP_{ijt} + \epsilon_{ij} + \mu_{ij} + e_{ijt} \quad (5)$$

$$FD_{ijt} = \beta_{000} + \beta_1 GOV_{ijt} + \beta_2 COVID19_t + \beta_3 SIZE_{ijt} + \beta_4 LEV_{ijt} + \beta_5 TANG_{ijt} + \beta_6 GROWTH_{ijt} + \beta_7 SLACK_{ijt} + \beta_8 DEP_{ijt} + \epsilon_{ij} + \mu_{ij} + e_{ijt} \quad (6)$$

Onde

$FD_{ijt}$ : é a probabilidade de *financial distress* da firma i no país j e no tempo t;

$ESG_{ijt}$ : é o escore ESG da firma i no país j e no tempo t;

$ENV_{ijt}$ : é o escore ambiental da firma i no país j e no tempo t;

$SOCIAL_{ijt}$ : é o escore social da firma i no país j e no tempo t;

$GOV_{ijt}$ : é o escore de governança da firma i no país j e no tempo t;

$COVID19$ : é a variável *dummy* para a pandemia no período de 2020 a 2022;

$SIZE_{ijt}$ : é o tamanho da firma i no país j e no tempo t;

$LEV_{ijt}$ : é a alavancagem financeira da firma i no país j e no tempo t;

$TANG_{ijt}$ : é a tangibilidade da firma i no país j e no tempo t;

$GROWTH_{ijt}$ : é a oportunidade de crescimento da firma i no país j e no tempo t;

$SLACK_{ijt}$ : é a folga financeira da firma i no país j e no tempo t;

$DEP_{ijt}$ : é a depreciação da firma i no país j e no tempo t;

$\varepsilon_j$ : é o efeito aleatório de cada país j;

$\mu_{ij}$ : é o efeito aleatório de cada firma i;

$e_{ijt}$ : termo de erro aleatório da firma i no país j o longo do tempo t.

Em um segundo momento, analisou-se se o FD (*Financial Distress*) e o score ESG impactam no desempenho da firma, utilizando um modelo de regressão linear multinível apresentado nas equações (7) e (8). Para o teste foi utilizado como variável dependente o ROA e se baseia na hipótese 3 (“As práticas ESG aliadas ao nível de *financial distress* influenciam na performance da firma”). Os autores que fundamentam essa hipótese são Wu et al. (2020) e Farooq, Noor e Qureshi (2022). Além disso, verificou-se se o *financial distress* poderia moderar a relação entre ESG e Desempenho da firma conforme destacado na equação (9).

$$ROA_{ijt} = \beta_{000} + \beta_1 FD_{ijt} + \beta_2 COVID19_t + \beta_3 SIZE_{ijt} + \beta_4 LEV_{ijt} + \beta_5 GROWTH_{ijt} + \beta_6 SLACK_{ijt} + \beta_7 CR_{ijt} + \varepsilon_{ij} + \mu_{ij} + e_{ijt} \quad (7)$$

$$ROA_{ijt} = \beta_{000} + \beta_1 ESG_{ijt} + \beta_2 COVID19_t + \beta_3 SIZE_{ijt} + \beta_4 LEV_{ijt} + \beta_5 GROWTH_{ijt} + \beta_6 SLACK_{ijt} + \beta_7 CR_{ijt} + \varepsilon_{ij} + \mu_{ij} + e_{ijt} \quad (8)$$

$$ROA_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 FD * ESG_{ijt} + \beta_2 COVID19_t + \beta_3 SIZE_{ijt} + \beta_4 LEV_{ijt} + \beta_5 GROWTH_{ijt} + \beta_6 SLACK_{ijt} + \beta_7 CR_{ijt} + \varepsilon_{ij} + \mu_{ij} + e_{ijt} \quad (9)$$

Onde

$ROA_{ijt}$ : é o retorno sobre ativo da firma i no país j e no tempo t;

$FD_{ijt}$ : é a probabilidade de *financial distress* da firma i no país j e no tempo t;

$ESG_{ijt}$ : é o escore ESG e seus três componentes para a firma i no país j e no tempo t;

$FD * ESG_{ijt}$ : é a interação entre o FD e o score ESG (e seus três componentes) para a firma i no país j e no tempo t;

$COVID19$ : é a variável *dummy* para a pandemia no período de 2020 a 2022;

$SIZE_{ijt}$ : é o tamanho da firma i no país j e no tempo t;

$LEV_{ijt}$ : é a alavancagem financeira da firma i no país j e no tempo t;

$GROWTH_{ijt}$ : é a oportunidade de crescimento da firma i no país j e no tempo t;

$SLACK_{ijt}$ : é a folga financeira da firma i no país j e no tempo t;

$CR_{ijt}$ : é a liquidez corrente da firma i no país j e no tempo t;

$\varepsilon_j$ : é o efeito aleatório de cada país j;

$\mu_{ij}$ : é o efeito aleatório de cada firma i;

$e_{ijt}$ : termo de erro aleatório da firma i no país j o longo do tempo t.

Foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), que apresentou média abaixo de 3 para todos os modelos, indicando que não há multicolinearidade entre as variáveis independentes. Foram realizados os testes de Wald e de Wooldridge, com o intuito de verificar problemas de autocorrelação e de heterocedasticidade, verificou-se o problema de autocorrelação, que foi devidamente corrigido na execução dos modelos. Os modelos foram executados utilizando o software Stata15<sup>®</sup>.

## 4. Análise e Discussão dos Resultados

### 4.1 Estatística descritiva

Os resultados das estatísticas descritivas para as variáveis dependentes, independentes e de controle são apresentados na Tabela 3. Pode-se observar que em média 39,3% das firmas latino-americanas da amostra tiveram *financial distress*. De um lado, Chile (41,7%), Colômbia

(45,8%) e Peru (49,2%) tiveram quantidade de empresas em dificuldade financeira acima da média geral, por outro lado, Argentina (37,1%), Uruguai (5,6%) e México (35,6%) tiveram percentual médio de firmas abaixo da média da amostra geral. Neste estudo, 383 empresas foram classificadas pelo critério Z-Score como empresas em situação de *financial distress* e 594 empresas foram classificadas como empresas não financeiramente restritas.

No que diz respeito as variáveis de ESG, podemos notar um resultado de 14,73 de score ESG para o total da amostra das empresas latino-americanas, sendo que Uruguai (48,95), Colômbia (20,60) e México (19,76) foram os países que apresentaram maior escore, enquanto isso, Peru (8,38) e Chile (11,05) registraram os menos escores médios ESG, abaixo da média da amostra geral. Quando observamos os componentes ESG, temos um escore ambiental médio (ENV) de 12,62 para a amostra geral, sendo que o Uruguai (47,62) registrou escore três vezes maior do que a média geral, enquanto isso, Peru (6,53) e Chile (9,78) tiveram escores abaixo da média da amostra do estudo. No que tange ao componente social (SOCIAL) a média dos países latino-americanos foi de 15,34, sendo que o Uruguai (57,23) continua apresentado a melhor performance, e o Peru (8,53) e Chile (11,19) permaneceram com o score ambiental mais baixo. Por fim, esse comportamento ainda é observado na amostra em relação ao score de governança (GOV), sendo que a média geral registrada foi de 16,54. Um dos motivos para o Uruguai apresentar o maior escore ESG e de seus componentes pode ser explicado onde o número de empresas deste país se mostrou relativamente menor em relação à amostra geral.

Quanto às variáveis de controle, a equivalência de caixa (SLACK) apresentou uma média geral de 6% do total de firmas latino-americanas, sendo que, fora o Uruguai que registrou uma média igual a 19% e a Colômbia com 3%, todos os outros países tiveram uma equivalência de caixa mais próxima da média de todas as companhias. Em relação ao tamanho da empresa (SIZE) a média da amostra geral é de 19,76 e a maior média novamente foi apresentada pelo Uruguai (21,11) e a menor média pela Argentina (18,82), valores que se aproximam da média geral. A variável depreciação (DEP) apresentou um valor médio de 0,0 sendo que apenas o Peru obteve uma média de depreciação de 0,05 enquanto isso, os demais países que compõem a amostra tiveram médias iguais. A tangibilidade dos ativos (TANG) apresentou um valor médio geral de 0,92, o que sugere uma grande relação dos países latino-americanos com o ativo tangível, sendo que o maior resultado de 1,18 foi apresentado pela Colômbia e o menor resultado de 0,73 foram apresentados pelo Brasil e Uruguai.

A variável retorno sobre o ativo (ROA) apresentou uma média geral de 0,02 demonstrando que a relação entre o lucro líquido e ativo total das firmas foi de 2%, sendo que o Uruguai apresentou o maior resultado (7%) e o Brasil teve uma média igual a média da

amostra geral. A alavancagem (LEV) apresentou um valor médio de 0,58 para o total da amostra, sendo o Uruguai o maior valor com 0,7 e o Peru com o menor resultado de 0,46. No que diz respeito a oportunidade de crescimento da receita (GROWTH), observou-se uma média geral de 0,01 sendo que o maior percentual foi apresentado pela Colômbia com 0,22 e o menor resultado pelo Uruguai com -0,25. Por fim, a liquidez corrente (CR) apresentou uma média de 2,22 para o total da amostra, onde o maior resultado foi apresentado pelo México com 2,31 e o menor resultado pelo Uruguai com 1,27.

De modo geral, os resultados da estatística descritiva das variáveis apresentaram um panorama preocupante no que diz respeito as práticas de ESG nos países latino-americanos, quando se considera que, fora o Uruguai cujas empresas tiveram melhores escores ESG, a maior parte dos países registraram escores médios que deixam muito a desejar. Apesar dessa constatação, tais achados não se distanciam dos resultados observados em estudos realizados em países emergentes (Boubaker et al., 2020; Harymawan et al., 2021; Velte, 2017). Uma explicação pode ser encontrada no trabalho de Wu et al. (2020), que afirma que os altos custos envolvidos para uma firma se tornar social e ambientalmente responsável alinhados com a percepção de retornos em longo prazo podem levar a um processo lento de aplicação das práticas sociais e ambientais. Em suma, os resultados apontam que os governos devem assumir o seu papel de regulador e de controle para promover as práticas sociais e ambientais nas empresas latino-americanas.

No que diz respeito as variáveis econômicas e financeiras, os resultados mostram um cenário em que as empresas latino-americanas compartilham as mesmas condições econômicas, apesar de estarem em países distintos. Apesar de possuírem um índice de liquidez corrente alto, elas ainda apresentam um nível baixo de oportunidades de crescimento e de rentabilidade, e não são muito alavancadas. Esses achados refletem em parte os resultados reportados por Bernardo, Albanes e Securato (2018) e por Jesuka e Peixoto (2021) que também estudaram as empresas latino-americanas em contextos e períodos semelhantes.

Foi executado o teste *Oneway* ANOVA para verificar se há diferença das médias de cada uma das variáveis entre os países latino-americanos. Segundo Fávero (2017), o teste tem por objetivo avaliar se existem diferenças significativas entre as médias de três ou mais grupos independentes e também determinar se as diferenças observadas nas médias são devido a variações reais entre os grupos ou se podem ser atribuídas apenas ao acaso, comparando a variabilidade dentro de cada grupo com a variabilidade entre os grupos. Com o p-valor  $< 0,005$ , os resultados do teste mostraram que há diferenças significativas das médias para todas as variáveis entre os países.



Tabela 12 - Estatística Descritiva

Variable	Amostra Geral			Argentina		Brasil		Chile		Colômbia		México		Peru		Uruguai		OneWay ANOVA
	Obs.	Média	Desv. Padrão	Média	Desv. Padrão	Média	Desv. Padrão	Média	Desv. Padrão	Média	Desv. Padrão	Média	Desv. Padrão	Média	Desv. Padrão	Média	Desv. Padrão	
<b>FD</b>	11,724	0.393	0.488	0.371	0.483	0.399	0.498	0.417	0.493	0.458	0.499	0.356	0.479	0.492	0.501	0.056	0.232	27.08***
<b>ESG</b>	7,109	14.73	22.07	16.33	21.53	16.65	26.28	11.05	22.33	20.60	28.61	19.76	27.35	8.38	18.54	48.95	17.62	423.56***
<b>ENV</b>	7,081	12.62	23.95	12.37	19.18	14.83	26.07	9.78	21.90	16.29	26.61	17.59	27.95	6.53	16.22	47.62	23.59	864.27***
<b>SOCIAL</b>	7,080	15.34	26.65	15.27	22.73	17.61	28.46	11.19	23.54	23.34	31.89	20.47	29.81	8.55	20.42	57.23	19.69	448.48***
<b>GOV</b>	7,026	16.54	26.86	23.34	28.79	17.44	27.24	12.74	24.48	22.05	31.05	20.67	28.24	11.25	23.42	39.00	16.74	116.06***
<b>SLACK</b>	8,695	0.06	0.08	0.06	0.07	0.08	0.08	0.05	0.07	0.03	0.04	0.06	0.07	0.05	0.08	0.19	0.10	711.6***
<b>SIZE</b>	10,165	19.76	2.17	18.82	2.23	20.18	2.01	19.40	2.59	19.79	2.17	20.74	1.71	19.10	1.87	21.11	1.09	406.0***
<b>DEP</b>	6,777	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.03	0.05	0.03	0.02	0.03	0.03	0.04	0.03	0.03	0.02	104.3***
<b>TANG</b>	9,791	0.92	0.45	0.85	0.46	0.73	0.39	1.07	0.45	1.18	0.36	0.98	0.38	1.16	0.45	0.73	0.54	151.4***
<b>ROA</b>	9,914	0.02	0.10	0.03	0.12	0.02	0.11	0.03	0.08	0.03	0.07	0.03	0.08	0.04	0.09	0.07	0.09	760.2***
<b>LEV</b>	10,154	0.58	0.31	0.61	0.27	0.69	0.36	0.48	0.23	0.49	0.27	0.56	0.24	0.46	0.23	0.70	0.15	832.5***
<b>GROWTH</b>	9,931	0.010	2.95	-0.13	3.29	-0.01	3.01	-0.05	3.03	0.22	2.57	-0.06	2.67	-0.05	3.03	-0.25	2.55	91.42***
<b>CR</b>	10,138	2.22	2.45	1.63	1.57	2.11	2.37	2.14	2.56	1.74	1.84	2.31	2.47	2.26	2.67	1.27	0.40	700.9***

*Nota: FD = Financial Distress; ESG = Escore ESG; ENV = Escore ambiental; SOCIAL = Escore Social; GOV = Escore de Governança; SLACK = Equivalência de Caixa; SIZE = Tamanho da Firma; DEP = Depreciação; TANG = Tangibilidade; ROA = Retorno sobre o Ativo; LEV = Alavancagem; GROWTH = Crescimento da Receita; CR = Liquidez Corrente;*

**Fonte:** Resultados da Pesquisa

#### **4.2 Correlação entre variáveis**

A correlação de Pearson entre todas as variáveis é apresentada na Tabela 13. Pode-se observar que o *financial distress* é correlacionado de forma positiva com o ESG medido através do ESG-Score e seus três componentes de ESG (*Environmental, Social and Governance*). No que tange as variáveis de controle, o FD apresentou correlação positiva com as variáveis crise (COVID19), alavancagem (LEV) e tamanho da firma (TAM). Por outro lado, observa-se uma correlação negativa com equivalência de caixa (SLACK), tangibilidade (TANG), desempenho (ROA), oportunidades de crescimento (GROWTH) e liquidez corrente (CR). Os resultados apontam baixos coeficientes de correlação entre as variáveis independentes e de controle, o que indica a ausência de problema de multicolinearidade nos modelos. Uma regra geral é que a multicolinearidade pode ser um problema se uma correlação for 0,7 ou mais na matriz de correlação formada pelas variáveis independentes (Cooper & Schindler, 2003), entretanto tais problemas não foram encontrados. Vale destacar que tais resultados confirmam a ausência de multicolinearidade anteriormente relatada no teste de VIF.

Tabela 13 - Correlação de Pearson

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
<b>FD (1)</b>	1.00													
<b>ESG (2)</b>	0.157*	1.00												
<b>ENV (3)</b>	0.149*	0.945*	1.00											
<b>SOCIAL (4)</b>	0.153*	0.977*	0.919*	1.00										
<b>GOV (5)</b>	0.1512*	0.916*	0.782*	0.849*	1.00									
<b>COVID19 (6)</b>	0.078*	0.212*	0.199*	0.213*	0.191*	1.00								
<b>SLACK (7)</b>	-0.196*	0.031	-0.022	-0.016	-0.001	0.057*	1.00							
<b>SIZE (8)</b>	0.0123*	0.458*	0.568*	0.58*	0.557*	0.007	-0.11*	1.00						
<b>DEP (9)</b>	-0.011*	0.173*	0.138*	0.125*	0.141*	0.068*	-0.020	0.086*	1.00					
<b>TANG (10)</b>	-0.183*	0.106*	0.052*	0.038*	0.022	-0.041*	-0.31*	-0.002	0.361*	1.00				
<b>ROA (11)</b>	-0.357*	0.035	0.075*	0.069*	0.048*	-0.025*	0.084*	0.201*	-0.08*	-0.08*	1.00			
<b>LEV (12)</b>	0.284*	0.149*	0.087*	0.092*	0.089*	0.066*	-0.12*	0.060*	0.103*	-0.11*	-0.39*	1.00		
<b>GROWTH (13)</b>	-0.069*	0.019	0.033*	0.044*	0.028*	0.017	0.040*	0.049*	0.018	-0.003	0.076*	-0.026*	1.00	
<b>CR (14)</b>	-0.208*	-0.098*	-0.095*	-0.104*	-0.09*	-0.018	0.313*	-0.16*	-0.21*	-0.23*	0.057*	-0.400*	0.013	1.00

Nota: \* Correlação significativa ao nível de 5%; FD = *Financial Distress*; ESG = Score ESG; ENV = Score ambiental; SOCIAL = Score Social; GOV = Score de Governança; COVID19 = Variável Crise; SLACK = Equivalência de Caixa; SIZE = Tamanho da Firma; DEP = Depreciação; TANG = Tangibilidade; ROA = Retorno sobre o Ativo; LEV = Alavancagem; GROWTH = Crescimento da Receita; CR = Liquidez Corrente;

Fonte: Resultados da pesquisa

### 4.3 Resultados dos modelos nulos sem variáveis independentes

Na Tabela 14 são apresentados os resultados das regressões dos modelos nulos, que a partir dos interceptos aleatórios leva em consideração a média das variáveis que medem o *financial distress* (FD), *Environmental, Social and Governance* (ESG) e Desempenho (ROA) para as empresas latino-americanas. Estes modelos que não incluem as variáveis explicativas mostram o grau de influência de cada nível na variação das variáveis dependentes por meio da decomposição das variâncias, que é representada pelo Índice de Correlação Interclasse - ICC.

Como pode-se notar, os resultados sugerem que o nível país influenciou a variação do *financial distress* em 42,92%, enquanto isso, sua influência na variação do escore ESG e no desempenho financeiro foi respectivamente de 3,71% e 0.17%. Tais achados indicam que a variação na probabilidade de as companhias entrarem em *financial distress* é devido ao fato delas estarem localizadas nos seus respectivos países. Bernardo, Albanez e Securato (2018) encontraram que as características internas de países latino-americanas influenciam a variação no endividamento das empresas que neles atuam.

Jesuka e Peixoto (2023) observaram o mesmo comportamento nos seus estudos que também envolveram companhias da América Latina, destacando o fato de que nos últimos anos, os países da região viveram momentos de incertezas alimentadas pelas várias crises políticas e econômicas que limitaram o acesso das firmas a capital de terceiros. Neste contexto, as evidências encontradas neste estudo corroboram com tal afirmação dos autores, indicando que as características internas dos países podem gerar escassez de recursos, limitando o acesso a empréstimos e conseqüentemente levando as companhias a enfrentarem dificuldades financeiras. A variação do nível país no ROA das firmas também reflete os resultados que Jesuka e Peixoto (2021) encontraram nos seus estudos.

**Tabela 14** - Modelo Nulo - *Financial Distress*, ESG e Desempenho

	FD	ESG	ROA
<b>Observações</b>	11724	7676	9914
<b>Efeitos Fixos</b>	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
<b>Intercepto</b>	<b>-184.26***</b>	<b>-1991.5***</b>	<b>2.3403***</b>
<b>Estimadores (variância) - Parâmetros de Efeitos Aleatórios</b>			
<b>País</b>	15.438	4.62	0.0018
<b>Empresa</b>	17.241	21.97	0.0644
<b>Tempo</b>	0.0911	0.995	0.00114
<b>Total</b>	32.7701	27.585	0.06734

<b>Coefficiente de Correlação Interclasse (ICC)</b>			
Nível 3 (País)	42,92%	3,71%	0.17%
Nível 2 (Empresa)	90,85%	87,74 %	48,49%
Nível 1 (Tempo)	9,12%	8,72%	50,38%
Teste LR (Chi2)	<b>360.26***</b>	<b>895.59***</b>	<b>32.67***</b>
Wald	<b>215.98***</b>	<b>957.79***</b>	<b>32.76***</b>

**Nota:** FD – *Financial Distress*; ESG – *Environmental, Social and Governance*; ROA – Retorno sobre Ativo; \*\*\* indicam significância ao nível de 5%.

**Fonte:** Resultados da pesquisa

O resultado dos modelos nulos mostra que o nível firma é responsável pela maior parte da variação no *financial distress* e no score ESG, sendo de 90,85% e 87,74% respectivamente, enquanto isso, o nível tempo foi responsável pela variação do retorno sobre ativo em 50,38%. Esses achados estão de acordo com o que foi encontrado anteriormente na literatura (Bernardo, Albanez & Securato, 2018; Jesuka & Peixoto, 2021), reforçando que apesar de os fatores externos influenciarem as ações da firma, suas características internas são responsáveis pela maior parte da variação que ocorre no endividamento e desempenho, que por sua vez, sofre variação ao longo tempo.

Cabe destacar que conforme mostrado na Tabela 14, com o p-valor < 0.005, os resultados dos testes de máxima verossimilhança (Teste LR) para os modelos foram significativas a nível de 5%, indicando que o modelo multinível é o mais adequado para este tipo de análise, fornecendo estimadores melhores do que os modelos clássicos de regressões lineares.

#### ***4.4 Efeito do ESG sobre o Financial Distress das Empresas Latino-Americanas***

Os resultados da Tabela 15 mostram os efeitos do ESG medido pelos scores ESG e seus três componentes, incluindo as variáveis de controle sobre a probabilidade de as empresas latino-americanas entrarem em dificuldade financeira no período de 2010 a 2022. Assim como Farooq, Noor e Qureshi (2022), foram executadas duas regressões para cada modelo, em que num primeiro momento, verificou-se como o ESG e seus três componentes influenciam o FD desconsiderando a dificuldade financeira no ano anterior. Em seguida, incluiu-se com variável independente a defasagem de um período da variável dependente para observar se a relação ainda permanece e para mitigar qualquer problema de endogeneidade e de causalidade reversa, trazendo maior robustez aos resultados (Boubaker et al., 2020; Harymawan et al., 2021; Farooq et al., 2022).

Os resultados do Modelo 1 apontam uma relação estatisticamente positiva e significativa, ao nível de 1%, entre o escore ESG e a probabilidade de *financial distress*, indicando que quanto maior a responsabilidade social, ambiental e de governança das firmas, maior será a probabilidade de as mesmas apresentarem *financial distress*, aspectos que Oware e Appiah (2021) e Boubaker et al. (2020) também encontraram para as empresas indianas. Entretanto, ao considerar a probabilidade de as firmas apresentarem FD no ano anterior, o score ESG passou a apresentar um efeito negativo e significativo, ao ano nível de 10%, sobre o FD do ano corrente. O mesmo comportamento também é observado para o score ambiental (Modelos 3 e 4), score social (Modelos 5 e 6); e score de governança (Modelos 7 e 8) em que a inclusão da variável defasada (t-1) de *financial distress* inverteu a relação entre os três componentes ESG e a probabilidade de as firmas entrarem em dificuldade financeira no ano corrente.

O que estes resultados poderiam estar indicando? Uma explicação para tal ocorrência pode ser encontrada na literatura anteriormente citada neste trabalho sobre a relação entre ESG e FD. Boubaker et al. (2020) sugerem que quando as firmas apresentam melhor desempenho ESG é de se esperar que elas tenham melhor acesso a crédito e financiamentos, o que consequentemente, pode reduzir a probabilidade de FD. Paralelamente, Harymawan et al. (2021) ressaltam que as companhias que já se encontram em dificuldade financeira podem encontrar na adoção de práticas sociais e ambientais uma alternativa válida para obter acesso às fontes de financiamentos atreladas a um melhor desempenho ESG. Velte (2021) já defendeu que apesar dos benefícios a longo prazo, os altos custos para adotar as práticas de ESG podem trazer consequências negativas sobre as finanças das empresas em curto prazo.

Neste contexto, uma ligação entre essas correntes da literatura pode explicar esses resultados encontrados para as empresas latino-americanas. A partir do Modelo 1, é provável que, desconsiderando um cenário em que as firmas estejam em FD no ano anterior, e elas decidirem colocar em prática a responsabilidade social e ambiental, grande será a probabilidade delas encontrarem dificuldades financeiras, devido ao alto volume de dinheiro que terão que desembolsar para adequar toda a sua estrutura e cadeia produtiva aos princípios ambiental, social e de governança. Por outro lado, no Modelo 2, quando se considera que a companhia já vem de um momento (t-1) de escassez de recursos para investir nos seus projetos de expansão, adotar as práticas de responsabilidade social e ambiental pode se tornar uma alternativa para reduzir o *financial distress*, visto que tal estratégia pode proporcionar acesso a uma variedade de fontes de financiamentos mais baratas para obter uma folga financeira e reduzir a probabilidade de entrar em uma situação de restrição.

Tabela 15 - Efeito do ESG sobre o *Financial Distress* das Empresas Latino-Americanas

	ESG Score		Environment Score		Social Score		Governance Score	
	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4	Modelo5	Modelo6	Modelo7	Modelo8
ESG	<b>0.0057***</b> (0.0024)	<b>-0.0036*</b> (0.0047)						
ENVIRONMENT			<b>0.0056**</b> (0.0023)	-0.0045 (0.0046)				
SOCIAL					<b>0.0034*</b> (0.0021)	<b>-0.0056*</b> (0.0042)		
GOV							0.0027 (0.0022)	<b>-0.0015</b> (0.0044)
LFINDIST		<b>3.0047***</b> (0.1619)		<b>3.0391***</b> (0.1627)		<b>3.0299***</b> (0.1628)		<b>3.0086***</b> (0.1628)
COVID19	0.0925 (0.1388)	0.2384 (0.2083)	0.1305 (0.1395)	0.3003 (0.2092)	0.1191 (0.1380)	0.3080 (0.2103)	<b>0.1042</b> (0.1457)	0.2253 (0.2087)
SIZE	<b>0.1349***</b> (0.0400)	<b>0.2727***</b> (0.0812)	<b>0.1369***</b> (0.0393)	<b>0.2722***</b> (0.0796)	<b>0.1500***</b> (0.0392)	<b>0.2879***</b> (0.0805)	<b>0.1563***</b> (0.0382)	<b>0.2464***</b> (0.0811)
LEV	<b>3.6011***</b> (0.2902)	<b>5.0320***</b> (0.5919)	<b>3.5494***</b> (0.2900)	<b>4.09716***</b> (0.5854)	<b>3.5331***</b> (0.2884)	<b>5.0556***</b> (0.5919)	<b>3.5061***</b> (0.2878)	<b>5.0151***</b> (0.5908)
TANG	<b>1.2202***</b> (0.1578)	<b>1.7434***</b> (0.3157)	<b>1.2148***</b> (0.1574)	<b>1.7152***</b> (0.3154)	<b>1.1539***</b> (0.1573)	<b>1.7182***</b> (0.3188)	<b>1.1872***</b> (0.1575)	<b>1.6720***</b> (0.3168)
GROWTH	<b>-0.0825***</b> (0.0195)	<b>-0.0781***</b> (0.0257)	<b>-0.0813***</b> (0.0193)	<b>-0.0751***</b> (0.0260)	<b>-0.0782***</b> (0.0191)	<b>-0.0706***</b> (0.0259)	<b>-0.0771***</b> (0.0191)	<b>-0.0744***</b> (0.0258)
SLACK	<b>-4.4445***</b> (0.6745)	<b>-1.7449**</b> (0.9858)	<b>-4.4936***</b> (0.6762)	<b>-1.8166**</b> (0.9876)	<b>-4.1642***</b> (0.6593)	<b>-1.9264**</b> (0.9893)	<b>-4.0942***</b> (0.6590)	<b>-1.8228**</b> (0.9873)
DEP	<b>-16.5126***</b> (2.5341)	<b>-20.2682***</b> (4.4737)	<b>-16.1035***</b> (2.4401)	<b>-20.1258***</b> (4.4723)	<b>-15.5625***</b> (2.4244)	<b>-20.6796***</b> (4.4978)	<b>-15.9091***</b> (2.4475)	<b>-19.862***</b> (4.5167)
Constante	<b>24.0829***</b> (6.6935)	<b>4.0419***</b> (0.8802)	<b>27.0705***</b> (8.1063)	<b>4.0260</b> (0.8616)	<b>26.5792***</b> (7.9196)	<b>4.1189***</b> (0.8888)	<b>26.1599***</b> (7.7219)	<b>4.0676***</b> (0.8867)
Observações	3687	3687	3682	3682	3660	3660	3654	3654
VIF	1.29	1.29	1.28	1.28	1.28	1.28	1.27	1.27
Wald	<b>366.66***</b>	<b>594.39***</b>	<b>361.70***</b>	<b>586.64***</b>	<b>351.35***</b>	<b>584.46***</b>	<b>348.5***</b>	<b>581.93***</b>
Wooldridge	<b>75.384***</b>	<b>221.89***</b>	<b>74.446***</b>	<b>218.36***</b>	<b>74.446***</b>	<b>218.36***</b>	<b>77.42***</b>	<b>222.78***</b>
Teste LR	<b>4179.44***</b>	<b>129.29***</b>	<b>4077.93***</b>	<b>133.8***</b>	<b>4077.93***</b>	<b>132.04***</b>	<b>4034.6656***</b>	<b>131.04***</b>
Nível País	09,26%	05,55%	9,92%	05,57%	9,86%	05,52%	9,96%	05,44%
Nível Firma	84,32%	46,96%	85,86%	49,26%	85,25%	48,14%	85,40%	47,65%

Fonte: Resultados da pesquisa

Em relação às variáveis de controle, a crise da pandemia (COVID19) apresentou uma relação positiva (não significativa) com a probabilidade de as empresas latino-americanas enfrentarem *financial distress*. Portanto não foi possível corroborar o estudo de Habib (2023). O tamanho da firma (SIZE), alavancagem financeira (LEV) e tangibilidade (TANG) apresentaram uma relação positiva com o score, ao nível de 1%, indicando que firmas maiores, mais alavancadas e com mais ativos tangíveis têm maior probabilidade de apresentar *financial distress*. Tais resultados corroboram com as evidências já encontradas na literatura (Boubaker et al., 2020; Habib, 2023; Jia & Li, 2022). Ademais, Crespí-Cladera, Martín-Oliver e Pascual-Fuster (2021), onde constataram que as empresas que são muito endividadas e que possuem grande volume de ativos são mais propensas a entrarem em *financial distress*, especialmente quando seus níveis de dívida são maiores do que seus níveis de ativos totais.

Por outro lado, percebe-se que a oportunidade de crescimento (GROWTH), disponibilidade de caixa e equivalentes (SLACK) e depreciação (DEP) apresentam uma relação negativa e significativa, ao nível de 1%, com o *financial distress*. Crespí-Cladera, Martín-Oliver e Pascual-Fuster (2021) também observaram essa mesma relação ao estudarem os determinantes de FD das empresas na Espanha. Os resultados também corroboram com os trabalhos de Boubaker et al. (2020) e Jia e Li (2022) que também encontraram que a disponibilidade de recursos no caixa, a oportunidade de crescimento das vendas e a depreciação são fatores que reduzem a probabilidade de as empresas entrarem em *financial distress* no contexto de países emergentes.

De modo geral, as evidências encontradas neste estudo fornecem *insights* sobre os efeitos da adoção de práticas social e ambiental sobre a probabilidade de FD das empresas no contexto da América Latina. A robustez dos resultados mostra que, se tornar social e ambientalmente responsável, pode ser uma estratégia importante para reverter um quadro sombrio de dificuldade financeira. Assim como Boubaker et al. (2020), é possível afirmar que no contexto latino-americano, as empresas que enfrentem FD enxergam na adoção de práticas sociais e ambientais uma oportunidade para obter acesso a crédito e fontes de financiamentos lastreados ao desempenho ESG. Velte (2021) já havia mencionado que o aumento exponencial de fundos de investimentos verdes, destinados excepcionalmente as companhias que buscam recursos para financiar projetos sustentáveis, vem chamando a atenção dos gestores. Isso se deve ao fato de que tais fundos podem ser uma saída para alavancar os negócios e para amenizar a pressão financeira que pode elevar a probabilidade de entrarem em *financial distress*.

Em suma, os resultados dos modelos com a defasagem do FD confirmam a hipótese **H1** (“As práticas ESG reduzem a probabilidade de *financial distress* das firmas”) nos casos em que



as empresas decidem adotar as práticas ESG num cenário em que elas já vêm de um período de dificuldade financeira, indicando possivelmente que os gestores aderem à responsabilidade social, ambiental e de governança para obter acesso a fundos verdes, visando reduzir a probabilidade de entrarem em dificuldade financeira. Por outro lado, a hipótese **H2** (“As práticas de ESG aumentam a probabilidade de *financial distress* das firmas”) também foi sustentada pelos achados, quando não é considerada a situação financeira das companhias no ano t-1, que segundo a literatura pode ser um efeito dos altos custos financeiros para se tornar social e ambientalmente responsável.

#### ***4.5 Efeitos do ESG e do Financial Distress sobre o Desempenho das Empresas***

Nos modelos anteriores, investigou-se como o score ESG e seus três componentes influenciam a probabilidade de *financial distress* das empresas latino-americanas. Foi possível encontrar resultados alinhados com a literatura, sustentando que a adoção de práticas sociais e ambientais pode abrir portas a fontes de crédito e de financiamento atreladas a performance ESG para aquelas firmas que já se encontram em dificuldade financeira. Entretanto, a dúvida permanece sobre os impactos desses dois fatores sobre a rentabilidade das empresas, e como o *financial distress* afeta essa relação. Um panorama geral da literatura que versa sobre o assunto, nos mostra que a maior parte dos estudos abordam a relação CSR/ESG *versus* FD (Boubaker et al., 2020; Gangi et al., 2020; Habib, 2023; Harymawan et al., 2021; Jia & Li, 2022; Pham et al., 2021) e CSR/ESG *versus* desempenho (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2019; Nejati et al., 2017; Velte, 2017; Wu et al., 2020) de modo isolado.

Assim como Wu et al. (2020), para preencher esta lacuna teórica e prática no contexto da América Latina, conforme discutido no referencial teórico que sustenta a hipótese **H3** (“As práticas ESG aliadas ao nível de *financial distress* influenciam positivamente na performance da firma”) e na metodologia deste trabalho, investigou-se o efeito do *financial distress* e do escore ESG e seus três componentes sobre o desempenho financeiro medido pelo retorno sobre ativo. Além disso, testou-se como se comporta o desempenho da firma no cenário em que ela decide adotar as práticas ESG estando em *financial distress*, considerando as variáveis de controle. Os resultados são apresentados na Tabela 16 em que no Modelo 1 analisou os efeitos do FD sobre o desempenho financeiro, os impactos da ESG (medida pelo score geral e seus três componentes) nos Modelos 2, 4, 6 e 8, e o papel mediador do FD sobre a relação entre ESG e a performance das empresas nos Modelos 3, 5, 7 e 9.

Como era esperado, pode-se observar no Modelo 1 que o *financial distress* (FD) apresentou uma relação estatisticamente negativa, ao nível de 1%, com o retorno sobre ativo

das empresas, indicando que quando maior a probabilidade de as firmas latino-americanas estarem em FD, menor será a rentabilidade. Este resultado corrobora com os poucos estudos que abordam a relação FD *versus* desempenho (Ahmad et al., 2020; Rubab et al., 2022) e está alinhado inversamente com o que foi encontrado por Wu et al. (2020) para empresas chinesas, em que um aumento do Z-score de Altman (1968) elevou o ROA. Os autores mediram o *financial distress*, e consideraram a variável contínua do Z-score de Altman, e esperavam que quanto maior o score, menor seria o nível de *financial distress* das companhias.

Alinhado com estudos anteriores (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2019; Nguyen et al., 2020), nos Modelos 2, 4, 6 e 8 pode-se observar que o ESG e seus três componentes individuais apresentaram uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% com o ROA. Wu et al. (2020) encontraram a mesma relação para as empresas chinesas, e concluíram que ao cumprir as práticas de responsabilidade social, as firmas tendem a apresentar um bom desempenho financeiro. Isso se deve ao fato de que a responsabilidade social e ambiental é vista como um sinal positivo enviado aos *stakeholders*, o que conseqüentemente pode trazer múltiplas formas de benefícios à sua rentabilidade. Como exemplo, pode-se considerar o contexto em que as empresas poderiam obter empréstimos a um custo mais baixo, conseguir benefícios fiscais de agências governamentais, entre outros (Nejati et al., 2017; Velte, 2017; Wu et al., 2020). Jang et al. (2020) destacam que ESG é também um fator importante para permitir que as empresas construam e mantenham relacionamentos de longo prazo com seus *stakeholders*, visando alcançar vantagens competitivas e elevação do desempenho.

Ao testar o papel mediador do FD na relação entre ESG e desempenho financeiro das companhias nos Modelos 3, 5, 7 e 9, notou-se um efeito negativo da interação entre as duas variáveis no retorno sobre ativo, contrariando a hipótese H3 (“As práticas ESG aliadas ao nível de *financial distress* influenciam positivamente na performance da firma”). Pode-se inferir que mesmo estando em dificuldade financeira, as firmas decidem aplicar recursos nas práticas sociais e ambientais, e tem-se como resultado a redução na rentabilidade dos seus ativos, contrariando o que foi observado por Wu et al. (2020) para as empresas chinesas. Entretanto, tais resultados corroboram com os estudos de Jang et al. (2020) que também encontraram que o *financial distress* pode ter um efeito moderador negativo na relação entre o ESG e o desempenho financeiro. Assim como Wu et al. (2020), é possível inferir que no contexto latino-americano, o FD desempenha um papel restritivo no processo de investir em responsabilidade social e ambiental, o que por sua vez, poderia melhorar a rentabilidade das empresas.

Tabela 16 - Efeitos do ESG e de seus componentes sobre desempenho (ROA) das Empresas Latino-Americanas

	Modelo1	ESG Score		Environment Score		Social Score		Governance Score	
		Modelo2	Modelo3	Modelo4	Modelo5	Modelo6	Modelo7	Modelo8	Modelo9
FD	<b>-0.0499***</b> (0.0021)								
ESG		<b>0.0002***</b> (0.0001)							
ESGFINDIST			<b>-0.0042***</b> (0.0005)						
ENVIRONMENT				<b>0.0029***</b> (0.0007)					
ENVFINDIST					<b>-0.0031***</b> (0.0007)				
SOCIAL						<b>0.0017***</b> (0.0001)			
SOCIALFINDIST							<b>-0.00036***</b> (0.0005)		
GOV								<b>0.0021**</b> (0.0007)	
GOVFINDIST									<b>-0.0041***</b> (0.0001)
COVID19	<b>0.0064***</b> (0.0023)	0.0021 (0.0026)	0.0037 (0.0026)	0.0019 (0.0026)	0.0037 (0.0026)	0.0019 (0.0027)	0.00025 (0.0019)	0.0021 (0.0026)	0.0008 (0.0019)
LEV	<b>-0.1013***</b> (0.0062)	<b>-0.1374***</b> (0.0076)	<b>-0.1295***</b> (0.0077)	<b>-0.1391***</b> (0.0076)	<b>-0.1328***</b> (0.0076)	<b>-0.1379***</b> (0.0076)	<b>-0.1321***</b> (0.0077)	<b>-0.1403***</b> (0.0077)	<b>-0.1318***</b> (0.0077)
GROWTH	<b>0.0018***</b> (0.0029)	<b>0.0025***</b> (0.0004)	<b>0.0024***</b> (0.0035)	<b>0.0025***</b> (0.0035)	<b>0.0023***</b> (0.0004)	<b>0.0024***</b> (0.00036)	<b>0.00235***</b> (0.0004)	<b>0.0025***</b> (0.0004)	<b>0.0024***</b> (0.00035)
CR	<b>-0.0011**</b> (0.0005)	<b>-0.0015**</b> (0.0007)	<b>-0.0015**</b> (0.0067)	<b>-0.0014**</b> (0.0067)	<b>-0.0013**</b> (0.0007)	<b>-0.0015**</b> (0.0007)	<b>-0.0014**</b> (0.0007)	<b>-0.0017**</b> (0.0007)	<b>-0.0017**</b> (0.0007)
SLACK	<b>0.0348***</b> (0.0112)	<b>0.0654***</b> (0.0136)	<b>0.0625***</b> (0.0137)	<b>0.0658***</b> (0.0136)	<b>0.0631***</b> (0.0137)	<b>0.0646***</b> (0.0137)	<b>0.0628***</b> (0.0136)	<b>0.0721***</b> (0.0139)	<b>0.0701***</b> (0.0138)
SIZE	<b>0.0135***</b> (0.0009)	<b>0.0103***</b> (0.0012)	<b>0.0122***</b> (0.0011)	<b>0.0091***</b> (0.0011)	<b>0.0112***</b> (0.0011)	<b>0.0099***</b> (0.0012)	<b>0.0120***</b> (0.0011)	<b>0.0094***</b> (0.0012)	<b>0.0118***</b> (0.0011)
Constante	<b>1.8010**</b> (0.6247)	<b>2.2649***</b> (0.7620)	<b>1.4511**</b> (0.7529)	<b>2.0889**</b> (0.7607)	<b>1.3301**</b> (0.7548)	<b>2.0683***</b> (0.7650)	<b>0.0648***</b> (0.0058)	<b>1.8176**</b> (0.7614)	<b>0.0655***</b> (0.0056)
Observações	8419	5321	5321	5303	5303	5286	5286	5264	5264
VIF	1.14	1.30	1.18	1.30	1.18	1.30	1.18	1.30	1.17
Wald	<b>1178.1***</b>	<b>441.39***</b>	<b>447.64***</b>	<b>451.18***</b>	<b>455.74***</b>	<b>436.68***</b>	<b>463.27***</b>	<b>453.26***</b>	<b>488.87***</b>
Wooldridge	<b>55.08***</b>	<b>47.648***</b>	<b>46.45***</b>	<b>47.81***</b>	<b>47.153***</b>	<b>48.353***</b>	<b>47.33***</b>	<b>47.06***</b>	<b>46.05***</b>
Teste LR	<b>3106.64***</b>	<b>2194.87***</b>	<b>2308.32***</b>	<b>2205.35***</b>	<b>2298.37***</b>	<b>2165.61***</b>	<b>2290.26***</b>	<b>2216.61***</b>	<b>2283.6***</b>
Nível País	0,672% %	03,89%	06,72%	07,47%	08,60%	0,62%	8,35%	1,93,52%	11,11%
Nível Firma	43,06%	50,63%	50,42%	50,75%	50,68%	50,59%	50,30%	53,80%	50,66%

Em relação às variáveis de controle, a crise da pandemia (COVID19) apresentou uma relação positiva com ROA, porém ela foi estatisticamente significativa apenas no modelo 1 que analisa os efeitos do *financial distress* sobre o desempenho das firmas. Corroborando com a literatura, a alavancagem financeira (LEV) e a liquidez corrente (CR) se relacionam de forma negativa e estatisticamente significativa com o ROA, indicando que quanto mais endividada e mais líquida for a firma, menor será a sua rentabilidade. Tendo como base os achados de Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021) e Habib (2023), pode-se destacar que essas empresas são muito líquidas e possuem um volume alto de dívidas, logo, encontram-se na obrigação de atender aos seus credores em vez de investir em ações que podem aumentar o retorno dos seus ativos.

Encontrou-se que a oportunidade de crescimento (GROWTH), disponibilidade de caixa e equivalentes (SLACK), assim como o tamanho (SIZE) mostram uma relação positiva e estatisticamente significativa, ao nível de 1%, com o retorno sobre ativo das empresas latino-americanas. Tais resultados refletem o que já foi encontrado na literatura anterior, em que a disponibilidade de caixa e as oportunidades de crescimento nas firmas maiores são reflexos de um aumento na rentabilidade (Ashraf et al., 2020; Liu et al., 2019; Wu et al., 2020).

Neste contexto, pode-se afirmar que os sinais e os níveis de significância observados na relação entre as variáveis de controle se alinham com a literatura e mostram a robustez de todos os modelos testados. Além disso, é importante ressaltar que os coeficientes dos testes de máxima verossimilhança (ML) foram todos significativos com p-valor  $<0,005$ , reforçando que o modelo de regressão multinível é o mais adequado para esta análise e trouxe estimadores robustos. Sem desconsiderar a importância do nível país na variação do retorno sobre ativos, é possível observar que as características internas das companhias são os maiores responsáveis pela variação da variável dependente, considerando as variáveis de controle escolhidas.

De modo geral, pode-se destacar que a partir das evidências encontradas neste estudo, é possível inferir que, se de um lado a dificuldade financeira pode impactar de forma negativa a rentabilidade das empresas latino-americanas, por outro lado, a adoção de práticas social e ambiental pode proporcionar a possibilidade de expansão do volume de ativos, uma vez que se tornar sustentável trará benefícios e oportunidades favoráveis a melhoria do desempenho das firmas. Tais resultados são sustentados por estudos encontrados na literatura (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2019; Nguyen, Kecskés & Mansi, 2020; Wu et al., 2020). Além dessa relação isolada, corroborando com o estudo de Jang et al. (2020), o efeito moderador negativo do *financial distress* sobre a relação entre ESG e desempenho indica que possivelmente a estratégia de se tornar sustentável pode não ser benéfica para a rentabilidade das firmas, quando elas se encontram em dificuldade financeira.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre os critérios ESG (score geral e seus três pilares) e o *financial distress* para firmas latino-americanas, no período 2010 a 2022. Além disso, o trabalho investigou se as práticas ESG e o *financial distress*, tratados em conjunto, poderiam afetar a performance da firma. Quanto ao método, o estudo adotou regressão multinível estimada pela máxima verossimilhança (ML) para uma amostra de 977 firmas, chegando a 11.724 observações/ ano.

Como principais resultados, observou-se uma relação positiva entre ESG e FD, nos modelos que não consideram a variável FD defasada t-1. Por sua vez, quando se considera a variável FD no período t-1, observou-se uma relação negativa entre ESG e FD. Para os pilares ESG observou-se o mesmo comportamento (relação positiva entre ESG e FD sem considerar a variável lag FD e relação negativa quando se considera a variável defasada). Em busca de compreender essas relações, para os Modelos (sem lag FD), infere-se que desconsiderando um cenário em que as firmas estejam em FD no ano anterior, e elas decidirem colocar em prática a responsabilidade social, ambiental e de governança, grande será a probabilidade de elas encontrarem dificuldades financeiras, devido ao alto volume de dinheiro que terão que desembolsar para adequar sua estrutura e cadeia produtiva às práticas ESG. Por outro lado, para os Modelos (com lag FD), quando se considera que a companhia já vem de um momento (t-1) de escassez de recursos para investir nos seus projetos de expansão ou até atender as suas obrigações, adotar as práticas de responsabilidade social e ambiental pode se tornar uma alternativa para reduzir o *financial distress*, visto que tal estratégia pode proporcionar acesso a uma variedade de fontes de financiamentos mais baratas.

No que se refere aos modelos que tratam da relação entre a performance e os escores ESG interados com a variável de FD, notou-se uma relação negativa entre a variável interada e o ROA, contrariando a hipótese do estudo. Quando se considera a variável ESG e seus pilares de forma isolada houve relação positiva com o ROA. Mas quando se considera a interação da variável ESG ou dos pilares ENV, SOC e GOV com FD, os resultados se invertem.

Pode-se observar que mesmo estando em dificuldade financeira, as firmas decidem aplicar recursos nas práticas sociais e ambientais, e tem-se como resultado a redução na rentabilidade dos seus ativos, corroborando com os estudos de Jang et al. (2020) que também encontraram que o *financial distress* pode ter um efeito moderador negativo na relação entre o ESG e o desempenho financeiro. Esses achados estão de acordo com a literatura, onde nota-se que o ESG pode minimizar e/ou aumentar a probabilidade de FD; e que firmas que estão em

uma situação de *financial distress* e investem em ESG, acabam por elevar as dificuldades financeiras, visto que os resultados dos investimentos em ESG ocorrem no longo prazo.

Os resultados deste estudo acrescentam valor para a literatura e para os *stakeholders*, demonstrando que as empresas podem explorar os investimentos em ESG e seus componentes de maneira estratégica para minimizar a probabilidade de *financial distress* e aumentar o valor dos acionistas, e também a lidar com perturbações adversas e imprevisíveis. As empresas tentam encontrar um equilíbrio entre a adesão às práticas sustentáveis e a geração de resultado, e por vezes é difícil alcançar os dois em simultâneo. As atividades de ESG consomem recursos financeiros, mas também constroem o capital social da empresa (Lins et al., 2017) e fornecem segurança à empresa em circunstâncias desfavoráveis do mercado financeiro (Godfrey et al., 2008). Por conseguinte, as empresas devem conceber atividades de ESG, mas sujeitas à sua capacidade financeira.

Quanto às limitações e oportunidades para futuras pesquisas, pode-se dizer que as firmas da América Latina ainda carecem de dados referentes ao score ESG, o que nos levou a deixar de analisar alguns países. Embora a América Latina ofereça um cenário relevante para a análise da relação entre ESG e FD, futuros estudos poderiam investigar diferentes contextos legais e institucionais, talvez de forma comparativa. Quanto às variáveis de FD e ESG, podem ser adotadas outras proxies para medir o FD e outras formas de mensurar as práticas ESG, como por exemplo o score de *disclosure* ESG da base Bloomberg.

## CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO DA TESE

A relação entre governança corporativa, ESG e *financial distress* é uma questão de interesse para acionistas, *stakeholders* e pesquisadores. Este estudo buscou analisar como os mecanismos de GC e o score ESG podem impactar a probabilidade de FD de firmas brasileiras e latino-americanas no período de 2010 a 2022. Em suma, a tese defendida foi: “Melhores práticas de governança corporativa e de ESG impactam em uma menor probabilidade de *financial distress* em empresas brasileiras e latino-americanas?”

O estudo foi dividido em dois ensaios. No primeiro ensaio, considerando que a literatura defende que a maioria dos mecanismos de governança corporativa têm um impacto sobre a probabilidade de *financial distress*, e utilizando um modelo de regressão logística, examinamos o papel do conselho de administração, independência do conselho, dualidade do CEO, controle estatal e práticas de auditoria sobre a probabilidade de FD - medida pelo Z-Score de Altman (1968) - das empresas brasileiras listadas na B3, além de observar o comportamento dessa relação a nível regional.

Constatou-se que há uma relação positiva entre concentração acionária e entre dualidade CEO-Chairman com a probabilidade de FD das firmas, como era esperado. Percebeu-se, por sua vez, uma relação negativa entre as variáveis Big4, presença de comitê de auditoria interno, e o fato de a empresa estar na região TMAP e sul de Goiás com a probabilidade de FD. Dessa forma, empresas com alta concentração acionária e com o CEO exercendo a função de Presidente do Conselho elevam a chance da firma se encontrar em FD. Por outro lado, firmas que são auditadas pelas Big4, que possuem uma auditoria interna ativa e que estão na região TMAP conseguem reduzir a chance de apresentar FD, corroborando as hipóteses deste estudo.

Os resultados demonstraram que boas práticas de GC podem suavizar os efeitos do FD nas empresas brasileiras. Quando se analisam as variáveis de controle, percebe-se que a maioria delas apresentou o comportamento condizente com a literatura (alavancagem, tamanho da firma, ROE e margem líquida), logo tais fatores podem levar a um melhor controle financeiro das firmas. O modelo utilizado abordou também a regionalidade e o fator crise (Covid19) para medir se as firmas tendem a apresentar maior FD em momentos e regiões específicas. Percebeu-se a partir dos resultados do estudo que os mecanismos de GC aliados às variáveis financeiras consagradas pela literatura podem auxiliar a melhorar a qualidade dos resultados financeiros das firmas brasileiras, entregando maior transparência e segurança para os *stakeholders*.

No que se refere ao segundo ensaio, utilizando um modelo de regressão multinível investigou-se como as práticas ESG e seus três pilares podem influenciar a probabilidade de

*financial distress*, além disso, analisou-se como a interação desses dois fatores pode impactar o desempenho financeiro das empresas latino-americanas. A partir das evidências encontradas, percebeu-se que a questão ESG na América Latina precisa urgentemente de atenção por parte de governos, órgãos reguladores, empresas e *stakeholders*. Os resultados comprovam que a adoção de melhores práticas ESG pode ser considerada com uma alternativa para mitigar a probabilidade de as firmas latino-americanas entrarem em *financial distress* quando se considera a situação financeira delas no período anterior. Entretanto, sem considerar a dificuldade financeira do ano anterior, os altos custos de adoção das práticas ESG podem elevar a probabilidade de *financial distress*. Paralelamente, e condizente com a literatura, observou-se de um lado, que o FD reduz o desempenho financeiro das empresas, por outro, as práticas ESG e seus três pilares individuais aumentam os retornos sobre ativo delas. Por fim, os achados desta Tese mostram que o FD tem um efeito moderador negativo sobre a relação entre as práticas ESG e seus três componentes individuais e a performance das companhias latino-americanas.

De modo geral, pode-se dizer que os dois ensaios desenvolvidos neste trabalho fornecem *insights* que podem esclarecer tanto as empresas como os pesquisadores e *stakeholders* sobre como a adoção dos mecanismos de governança corporativa e das práticas ESG podem impactar na probabilidade de *financial distress* e ao mesmo tempo, no desempenho financeiro da firma. Do ponto de vista prático, algumas sugestões e inferências que este estudo traz são: em primeiro lugar, empresas devem considerar ter uma estrutura de propriedade mais dispersa, visando apresentar menor *financial distress*. Em segundo lugar, as empresas devem ser auditadas por uma das 4 maiores agências de auditoria, possuir um comitê de auditoria independente e experiente, de modo a promover maior monitoramento interno e fiscalização da firma, o que consequentemente, reduz as dificuldades financeiras. Em terceiro lugar, adotar práticas ESG com responsabilidade pensando em melhores resultados financeiros a longo prazo, sem comprometer a performance da firma em curto prazo.

Esta pesquisa contribui com a literatura sobre *financial distress*, governança corporativa e práticas ESG no cenário brasileiro e latino-americano. Pelo conhecimento dos autores, este é o primeiro trabalho a trazer evidências sobre a influência do aspecto regional na probabilidade de *financial distress*, tendo como foco específico as empresas que possuem atividades na mesorregião do TMAP e sul de Goiás. Os resultados aqui explanados abrem muitas possibilidades para futuras pesquisas, demonstrando que embora seja conhecida a importância da governança corporativa e das práticas ESG para o alcance de melhor resultado financeiro, as empresas brasileiras e latino-americanas ainda precisam evoluir muito se comparadas com firmas de países desenvolvidos. Do ponto de vista social, o estudo chama a atenção de governos,



reguladores e *stakeholders* sobre aspectos peculiares que a adoção de mecanismos de governança corporativa, bem como as práticas ESG podem trazer para a probabilidade de dificuldade financeira das empresas tanto no contexto específico brasileiro e regional, quanto no cenário latino-americano.

O estudo teve algumas limitações, como por exemplo, dentre as diversas métricas existentes na literatura, foi considerado apenas o Z-score de Altman (1964) para medir o *financial distress*. Além disso, não foram considerados outros mecanismos de governança corporativa que poderiam ter influência sobre o FD, e limitou-se ao contexto brasileiro, a mesorregião delimitada pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia e a América Latina. Ademais, poderia ter sido adotada outra métrica para ESG. Como sugestões para estudos futuros, recomenda-se adotar outras *proxies* dentre os mecanismos de governança corporativa, como por exemplo, o gerenciamento de resultados, remuneração dos executivos e diversidade de gênero. Outros estudos poderiam replicar este trabalho com outros escores ESG, tais como o índice ESG da S&P Dow Jones; índice ESG da Bloomberg entre outros. Por fim, outra alternativa poderia ser adotar diferentes medidas para *financial distress*, como o Zm-Score de Zmijewski (1984). Sugere-se também analisar outros mercados, como por exemplo analisar países emergentes e desenvolvidos.

## REFERÊNCIAS

- Abbade, E. B. (2014). O papel do agronegócio brasileiro no seu desenvolvimento econômico. *GEPROS. Gestão da Produção, Operações e Sistemas*, Bauru, 9(3), 149-158. <https://doi.org/10.15675/gepros.v9i3.1053>
- Abbott, W.F. & Monsen, R. (1979). On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosure as Method of Measuring of Corporate Social Involvement, *Academy of Management Review*, 22, 501-515. <http://dx.doi.org/10.2307/255740>
- Abdallah, A. A. N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets.*, 46, 98-115. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.08.004>
- Abdeljawad, I. & Rasha, M. M. (2020). Board characteristics and corporate performance: Evidence from Palestine. *An-Najah University Journal for Research-B (Humanities)*, 34(4): 745–70. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3533334>
- Abdi Y, Li X, & Càmara-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age. *Environ Dev Sustain.* 24, 052–5079. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01649-w>
- Abdullah, A. & Nahar, S. (2006), Board structure and ownership in Malaysia: the case of distressed listed companies, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 6(5), 582-594. <https://doi.org/10.1108/14720700610706072>
- Abínzano, I., López-Arceiz, F. J., & Zabaleta, I. (2023). Can tax regulations moderate revenue diversification and reduce financial distress in nonprofit organizations? *Annals of Public and Cooperative Economics*, 94(1), 301-342. <https://doi.org/10.1111/apce.12370>
- Ahmad, S., Zhang, L., Ahmad, A., & Ahmad, A. (2020). Effect of financial distress on firm's performance of non-financial firms registered with Pakistan Stoke Exchange. *International Journal of Business and Management Sciences*, 1(1), 44-64.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019) Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science* 65(10), 4451-4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Al-Hadi A, Chatterjee B, Yaftian A, Taylor G, & Monzur Hasan M (2017), Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. *Acc Finance* 59(2), 961–989. <https://doi.org/10.1111/acfi.12277>
- Al-Hadi, A.; Chatterjee, B.; Yaftian, A.; Taylor, G.; & Monzur Hasan, M. (2019). Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: Evidence from Australia. *Account. Financ.* 59, 961–989. <https://doi.org/10.1111/acfi.12277>
- Allen, F., Carletti, E., & Marquez, R. (2007). Stakeholder capitalism, corporate governance and firm value Working Paper. *University of Pennsylvania*.

- Almeida, H. & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M.S. (2004), The cash flow sensitivity of cash, *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Al-Tamimi Hassan, H.A. (2012), The effects of corporate governance on performance and financial distress, *Journal of Financial Regulation Compliance*. 20(2), 169-181. <https://doi.org/10.1108/13581981211218315>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Amendola, A., Restaino, M. & Sensini, L. (2015), An analysis of the determinants of financial distress in Italy: a competing risks approach, *International Review of Economics and Finance*, 37, 33-41. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.10.012>
- Antunes, J, Antunes, G. M. & Penteado, I. (2017). A convergência contábil brasileira e a adoção das normas internacionais de contabilidade: o IFRS-1. São Paulo: EAD/FEA/USP.
- Aras, G., Aybars, A. & Kutlu, O. (2010), Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(3), 229-254. <https://doi.org/10.1108/17410401011023573>
- Archambault, J. & Archambault, M. (2003), A Multinational test of Determinants of Corporate Disclosure, *The International Journal of Accounting*, 38(2), 173-194, [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(03\)00021-9](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(03)00021-9)
- Argenti, J., (1976). Corporate Collapse: The Causes and Symptoms. *McGraw-Hill*, London.
- Arslan, M., Zaman, R., Malik, R. K., & Mehmood, A. (2014). Impact of CEO duality and audit committee on firm performance: A study of oil & gas listed firms of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(17), 2222-1697. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2515067>
- Arya, B., & Zhang, G. (2009). Institutional reform sand investor reactions to CSR announcements: Evidence from an emerging economy. *Journal of Management Studies*, 46 ,1089–1112. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00836.x>
- Ashraf, S., Felix, E.G., & Serrasqueiro, Z. (2020). Does board committee independence affect financial distress likelihood? A comparison of China with the UK. *Asia Pacific Journal of Management*. 39, 723-761. <https://doi.org/10.1007/s10490-020-09747-5>
- Asquith, P., Gertner, R. & Scharfstein, D. (1994), Anatomy of financial distress : an examination of junk-bond issuers, *The Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 625-658. <https://doi.org/10.2307/2118416>

- Atif, M., Liu, B., & Huang, A. (2022). Does board gender diversity affect corporate cash holdings?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(7-8), 1003-1029. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12397>
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, & O., Suh, J., (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *J. Bus. Ethics* 117(4), 679–694. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1714-2>
- Bagnoli, M., & Watts, S. (2003). Selling to socially responsible consumers: Competition and the private provision of public goods. *Journal of Economic Management and Strategy*, 12(3), 419–445. <https://doi.org/10.1111/j.1430-9134.2003.00419.x>
- Bansal, N., & Sharma, A. K. (2016). Audit committee, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India. *International Journal of Economics and Finance*, 8(3), 103. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n3p103>
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600005>
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, (4): 71-111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Becchetti L, Di Giacomo S, Pinnacchio D (2008) Corporate social responsibility and corporate performance: Evidence from a panel of US listed companies. *Appl Econ*, 40(5), 541–567. <https://doi.org/10.1080/00036840500428112>
- Behn, B. K., Choi, J. and Kang, T. (2008). Audit Quality and Properties of Analyst Earnings Forecasts, *The Accounting Review*, 83(2), 327-349. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1013214>
- Beijer, P. & Pålsson, M. (2021). Corporate sustainability performance and the risk of financial distress: a panel data analysis (dissertation). Retrieved from <http://urn.kb.e/resolve?urn=urn:nbn:se:umu:diva-185346>
- Benlemlih, M., & Bitar, M., (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of Business Ethics*, 148(3), 647–671. DOI:10.1007/s10551-016-3020-2
- Bernardes, F. F.; & Ferreira, W. R. (2013). A logística em transporte no Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba: operacionalizando os sistemas agrícolas. Observatorium: *Revista Eletrônica de Geografia*, 5(13). <https://seer.ufu.br/index.php/Observatorium/article/view/45688>
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores Macroeconômicos e

- Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174. <https://doi.org/10.5430/ijba.v7n6p96>
- Besley, T., & Ghatak, M. (2007). Retailing public goods: The economics of corporate social responsibility. *Journal of Public Economics*, 91(9), 1645–1663. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2007.07.006>
- Bieker, T. et al. (2001). Towards a sustainability balanced scorecard linking environmental and social sustainability to business strategy. *Business Strategy and the Environment Conference*. (10), 22-31.
- Boaventura, J. M. G. B., Cardoso, F. R., Silva, E. S., & Silva, R. S. (2009). Teoria dos stakeholders e teoria da firma: estudo sobre a hierarquização da função-objetivo em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 11(32), 289-307. <http://200.169.97.104/seer/index.php/RBGN/article/viewFile/378/510>
- Bodroastuti, T. (2009). Influence of Corporate Governance Structure to Financial Distress. *Journal of Economic Science*, 11(2). <https://doi.org/10.18502/kss.v5i8.9383>
- Bona-Sánchez, C.; Pérez-Alemán, J.; & Santana-Martin, D. J. (2017). Sustainability disclosure , dominant owners and earnings informativeness. *Research in International Business and Finance*, 39, 625–639. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.020>
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk?. *Economic Modelling*, 91(C), 835-851. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012>
- Brammer, S. J., Pavelin, S., & Porter, L. A. (2009). Corporate charita blegiving, multinational companies and countries of concern. *Journal of Management Studies*, 46(4), 575–596. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2008.00827.x>
- Bravo-Urquiza, F.; & Moreno-Ureba, E. (2021). Does compliance with corporate governance codes help to mitigate financial distress?, *Research in International Business and Finance*, 55(C). <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101344>
- Brédart, X., (2014). Financial Distress and Corporate Governance: The Impact of Board Configuration. *International Business Research*, 7(3). <https://doi.org/10.5539/ibr.v7n3p72>
- Brito, R. D., & Lima, M. R. (2005). A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 59(2), 177-208. <https://doi.org/10.1590/S003471402005000200002>
- Broadstock D, Chan K, Cheng L, & Wang X (2021) The role of ESG performance during times of financial crisis: evidence from COVID-19 in China. *Finance Res Lett*. 38. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Butt, S. A. & Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business and*

- Management*, 4(2). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n2p50>
- Calleja, N., (1999). To Delegate or Not to Delegate: Board Committees and Corporate Performance in Australia's Top 100 Companies. *Sydney Law Review*, 21(1).
- Campbell, J.Y., Hilscher, J., & Szilagyi, J., (2008). In search of distress risk. *Journal of Finance*, 63(6), 2899–2939. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01416.x>
- Carcello, J. V. & Neal, T. L., (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *Accounting Review*, 75(4), 453–467. <http://www.jstor.org/stable/248624>
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Neal, T. L. (2000). The audit committee oversight process, *Contemporary Accounting Research*, 26(1), 65-122. <https://doi.org/10.1506/car.26.1.3>
- Cardoso, G. F., Peixoto, F.M., & Barboza, F. (2019). Estrutura do conselho e dificuldades financeiras em empresas brasileiras, *International Journal of Managerial Finance*, Emerald Group Publishing, 15(5), 813-828. <https://doi.org/10.1108/IJMF-12-2017-0283>
- Casonato, L. (2013). O papel do agronegócio no crescimento econômico sul-mato-grossense à luz do modelo de Solow. *Revista de Economia Agrícola*, São Paulo, 60(1), 31-39. <http://www.iea.sp.gov.br/ftpiea/publicar/rea2013-1/rea1-1-06f3.pdf>
- Cellier, A., & Chollet, P., (2012). Corporate social responsibility rating information: Relevance and impacts on financial markets, *Board Directors and Corporate Social Responsibility*. 4(1), 179–201. [https://doi.org/10.1057/9780230389304\\_10](https://doi.org/10.1057/9780230389304_10)
- Chaganti, R. S., Mahajan, V. & Sharma, S. (1985). Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry. *Journal of Management Studies*. 22(4), 400-417. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1985.tb00005.x>
- Chan C-Y, Chou D-W, & Lo H-C (2017) Do financial constraints matter when firms engage in CSR?, *N Am Journal Economic Finance* (39), 241–259. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.10.009>
- Chancharat, N., Krishnamurti, C., & Tian, G., (2012). Board structure and survival of new economy IPO firms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 144-163. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00906.x>
- Chaudhry, N., Roomi, M. A. & Aftab, I. (2020). Impact of expertise of audit committee chair and nomination committee chair on financial performance of firm, *Corporate Governance*, 20(4), 621-638. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2020-0017>
- Chen, H. (2008), The timescale effects of corporate governance measure on predicting financial distress, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 11(1), 35-46. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>
- Chen, J., & Zhang, H. (2017). The impact of the corporate governance code on earnings management—Evidence from Chinese listed companies. *European Financial Management* 20(3), 596–632. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2012.00648.x>

- Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. C., & Yang, S. L. (2013). How do sovereign credit rating changes affect private investment?, *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4820-4833. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.09.002>
- Chen, S., Härdle, W. & Moro, R. (2011). Modeling default risk with support vector machines. *Quantitative Finance*. 11(1), 135-154. <https://doi.org/10.1080/14697680903410015>
- Cheng, S.; Lin, K.Z.; & Wong, W. (2015). Corporate social responsibility reporting and firm performance: Evidence from China. *Journal of Management and Governance*., 20(3) 503–523. <https://doi.org/10.1007/s10997-015-9309-1>
- Chollet P., & Sandwidi B.W. (2018). CSR engagement and financial risk: a virtuous circle? International evidence. *Glob Finance Journal*, 38, 65–81. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.03.004>
- Chong, A., & Silanes, F. (2007). Corporate governance in Latin America. *Working paper. Washington, DC: Inter-American Development Bank*. 494, <https://ssrn.com/abstract=1820067> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1820067>
- Ciampi, F. & Gordini, N. (2013). The Potential of Corporate Governance Variables for Small Enterprise Default Prediction Modeling. Statistical Evidence from Italian Manufacturing Firms. *Preliminary Findings*. Cambridge business and economics conference proceedings. 1-19. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.10.003>
- Cinantya, I.G., & Merkusiwati, N.K. (2015). Pengaruh Corporate Governance, Financial Indicators, Dan Ukuran Perusahaan Pada Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi Universitas*. 10(3), 897-915.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. & Lang, L. (2002), Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Clark, T. S.; & Allen, D. S. (2012). Shareholder value from sustainability leadership: Comparing valuation ratios within industry groups. In: Academy of Management Proceedings. Briarcliff Manor, NY 10510: *Academy of Management*. p. 17113.
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D. & Vasvari, F. P. (2011). Does it really pay to be green? Determinants and consequences of proactive environmental strategies. *Journal of Accounting and Public Policy*. 30(2), 122-144. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772014>
- Cooper, E.; & Uzun, H. (2019). Corporate social responsibility and bankruptcy. *Stud Econ Financ* 36(2), 130–153. <https://doi.org/10.1108/sef-01-2018-0013>
- Cooper, D. R.; & Schindler, P. S. (2003). Métodos de Pesquisa em Administração. Porto Alegre: Bookman, |V.2
- Core, J., Holthausen, R., & Larcker, D. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.

[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)

- Cornett, M. Erhemjamts, O. & Tehranian, H. (2016). Greed or good deeds: an examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis. *J Bank Finance*, 70, 137–159. <https://doi.org/10.1016/j.jbank fin.2016.04.024>
- Correa, E.; Van Hoff, B.; & Nunes, G. (2010). Cambio y oportunidad: la responsabilidad social corporativa como fuente de competitividad en pequeña y medianas empresas en América Latina y el Caribe. *Comisión Económica para América Latina y el Caribe - CEPAL*,.
- Correia, L.F.; Amaral, H.F.; & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Crespi-Cladera, R., Oliver-Martín, A., & Fuster-Pascual, B. (2021). Financial distress in the hospitality industry during the Covid-19 disaster. *Tourism Management*. 85, 104301. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2021.104301>
- Curar, G. (2005). Responsabilidade social empresarial: Um quadro económico e financeiro. Dentro ds documentos de Genebra sobre risco, *São Paulo Perspec.* 18(4), <https://doi.org/10.1590/S0102-88392004000400009> –
- Daily, C.M. & Dalton, D.R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure, *Academy of Management Journal*, 37, 1603-1617. <https://doi.org/10.2307/256801>
- Dandaro, F.M.; & Lima, F.G. (2022). ESG Performance and Credit Risk in Latin America. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, 17(3), [https://doi.org/10.21446/scg\\_ufrj.v0i0.53433](https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.53433)
- Darrat, A.F., Gray, S., Park, J.C. & Wu, Y. (2016). Corporate governance and bankruptcy risk, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 163-202. <https://doi.org/10.1177/0148558X14560898>
- De Lucia, C. Paziienza, P., & Bartlett, M. (2020), Does good ESG lead to better financial performances by firms? Machine learning and logistic regression models of public enterprises in Europe. *Sustainability* 12(13), 5317. <https://doi.org/10.3390/su121 35317>
- DeFond, M., Erkens, D. H. & Zhang, J. (2016). Do Client Characteristics Really Drive the Big N Audit Quality Effect? New Evidence from Propensity Score Matching, *Management Science*, 63(11), <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2528>
- Deng, X.; Kang, J.; YLow, B.S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*. 110(1), 87–109. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International*



*Business and Finance*, 42, 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>

- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y.G. (2011). Voluntary non financial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Di Pietro, F., Palacín Sánchez, M. J., & Roldán Salgueiro, J. L. (2018). Regional development and capital structure of SMEs. *Cuadernos de Gestión*, 18(1), 37-60. <https://doi.org/10.5295/cdg.150530fd>
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2016). Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7). <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- Dumitrescu, A., El Hefnawy, M., & Zakriya, M., (2020). Golden geese or black sheep: Are stakeholders the saviors or saboteurs of financial distress? *Finance Research Letters*, 37, 101371. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101371>
- Dumont, G.; Schmit, M. Tier-1 MFIs' (2014). Financial performance: Cash-flow statement analysis version 2.0. *Research Institute in Management Sciences*, 1413(54), 1-36. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n44p17>
- Duque-Grisales, E.; & Aguilera-Caracuel, J. (2019). Environmental, Social and Governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal Business Ethics*, 168(2), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Edwards, A.S., Schwab, C. & Shevlin, T.J. (2016). Financial constraints and the incentive for tax planning, *The Accounting Review*, 31(2), 163-202. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2163766>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K., (2017). Corporate environmental responsibility and the cost of capital: international evidence. *Journal Business Ethics* 149(2), 335–361. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3005-6>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y., & Mishra, D.R., (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance* 35(9), 2388–2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Elango, B., & Wieland, J. R. (2015). Impact of country effects on the performance of service firms. *Journal of Service Management*, 26(4), 588-607. <https://doi.org/10.1108/JOSM-02-2015-0056>
- Elloumi, F. & Gueyie, J.P. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1(1), 15-23. <https://doi.org/10.1108/14720700110389548>
- Elmagrhi, M., Ntim, C., Crossley, R., Malagila, J., Fosu, S. & Vu, T. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs, *International Journal of Accounting and Information Management*, 25(4), 459-483. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0056>

org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020

- Farooq, M. & Noor, A. (2021), The impact of corporate social responsibility on financial distress: evidence from developing economy, *Pacific Accounting Review*, 33(3), 376-396. <https://doi.org/10.1108/PAR-10-2020-0196>.
- Farooq, M., Noor, A., & Qureshi, F. (2022). The impact of corporate social responsibility on financial distress: empirical evidence. *Social Responsibility Journal*, 18(5), 1050-1067. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2020-0446>
- Ferrero-Ferrero, I., Fernandez-Izquierdo, M. A., & Munoz-Torres, M. J. (2015). Age diversity: An empirical study in the board of directors. *Cybernetics and Systems*, 46(3-4), 249-270. <https://doi.org/10.1080/01969722.2015.1012894>
- Fich, E., & Slezak, S., (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 30(2), 225–251. <https://doi.org/10.1007/s11156-007-0048-5>
- Fischer, T.M.; & Sawczyn, A.A. (2013). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance and the role of innovation: Evidence from German listed firms. *International Journal for Theoretical and Applied Statistics*, Springer, 24(1), 27-52. <https://doi.org/10.1007/s00187-013-0171-5>
- Fisman, R., Heal, G., & Nair, V. B. (2006). A model of corporate philanthropy Working Paper. Wharton School, *University of Pennsylvania*, 1-23.
- Folqué, M., Escrig-Olmedo, E., & Corzo-Santamaría, T. (2021). Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context. *Sustain Dev* 29(5), 876–890. <https://doi.org/10.1002/sd.2181>
- Forlin, J.A., & Rodrigues, R.V. (2013). Finanças públicas e crescimento econômico nos municípios paulistas. *Economia E Desenvolvimento*, 24(2). <https://doi.org/10.5902/red.v2i24.5416>
- Francis, J. R. & Wang, D., (2008). The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality Around the World. *Contemporary Accounting Research* 25(1). : <https://ssrn.com/abstract=928988> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.928988>
- Franco Júnior, M. C. R. F.; & Massuquetti, A. (2009). Disparidades regionais: análise comparada de desenvolvimento entre regiões do Brasil nos anos noventa – Sul e Nordeste. *Perspectiva Econômica*. 5(2), <https://doi.org/10.4013/4297>
- Freeman, R. Edward. (1984). Strategic Management: A Stakeholder Approach (Boston: Pitman, 1984). *Jennings*, in the article cited above, quotes Freeman and gives additional information concerning the influence of his work. <https://doi.org/10.2139/ssrn.263511>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal Sustain and Finance Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. (2nd Ed.). Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine—The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Mag.* 6, 122–124
- Furtuoso, M. C. O., & Guilhoto, J. J. M. (2003). Estimativa e mensuração do produto interno bruto do agronegócio da economia brasileira, 1994 a 2000. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 41, 803-827. <https://doi.org/10.1590/S0103-20032003000400005>
- Galindo, F., Zenkner, M., & Kim, Y. J. (2023). Fundamentos do ESG: geração de valor para os negócios e para o mundo. Belo Horizonte: Fórum. 1, 322.
- Gangi, F., Meles, A., Monferrà, S., & Mustilli, M. (2020). Does corporate social responsibility help the survivorship of SMEs and large firms?. *Global Finance Journal*, 43, 100402. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.01.006>
- Garcia, O. B., & Saorín, G. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting, Organizations and Society*, 36(4), 187-208. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2011.03.005>
- Garškaitė, K. (2008). Application of models for forecasting of enterprise bankruptcy. *Business: Theory and Practice*, 9(4), 281–294. <https://doi.org/10.3846/1648-0627.2008.9.281-294>
- Gerged, A. M., Yao, M., & Albitar, I. E. (2023). Estimating the Risk of Financial Distress Using a Multi-Layered Governance Criterion: Insights from Middle Eastern and North African Banks, *Journal Risk Financial Manag.* 2022, 15(12), 588; <https://doi.org/10.3390/jrfm15120588>
- Ghafran, C., & O'Sullivan, N. (2017). The impact of audit committee expertise on audit quality: Evidence from UK audit fees. *The British Accounting Review*, 49(6), 578-593. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.008>
- Giannarakis, G. (2014b). The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*, 56(5), 393–416. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2013-0021>
- Giannarakis, G., Konteos, G., & Sariannidis, N. (2014). Financial, governance and environmental determinants of corporate social responsible disclosure. *Management Decision*, 52 (10), 1928–1951. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2014-0296>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Godfrey, P. C., Hatch, N. W., & Hansen, J. M. (2008). Toward a general theory of CSRs: The roles of beneficence, profitability, insurance, and industry heterogeneity. *Business and Society*. <http://dx.doi.org/10.1177/0007650308315494>.

- Goss, A., & Roberts, G.S., (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *J. Bank. Finance*, 35(7), 1794–1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- Grandi, T. P., Jasinski, V. P., & Andreoli, C. V. (2020) Sustentabilidade nas empresas: uma análise da geração de valor econômico pela adoção do índice de sustentabilidade empresarial (ISE). *Revista Gestão & Sustentabilidade Ambiental*, 9(4). <https://doi.org/10.19177/rgsa.v9e42020761-779>
- Guest, P. (2008), “The determinants of board size and composition: evidence from the UK”, *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 51-72. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.01.002>
- Guotai, C., Khalil, H., & Erraja, C. (2023). Corporate Social Responsibility Rating, Corporate Governance, and Financial Distress: Evidence from China. *Asia Pacific Journal of Financial Studies*, 52(1). <https://doi.org/10.1111/ajfs.12414>
- Guthrie, J. & Abeysekera, I. (2006). Content analysis of social, environmental reporting: What is new? *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 10(2), 114–126. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2601851>
- Habib, A. M. (2023). Do business strategies and environmental, social, and governance (ESG) performance mitigate the likelihood of financial distress? A multiple mediation model. *Heliyon*, 9(7), 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e17847>
- Hadani, M., Goranova, M., & Khan, k. (2011), Institutional investors, shareholder activism, and earnings management, *Journal of Business Research*, 64(12), 1352-1360, <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.12.004>.
- Hannan, M. T. and Freeman, J. (1984). Structural inertia and organ-izational change. *American sociological review*. 149-164.
- Harymawan, I., Gautama, F. K., Putra., Fianto, B. A., & Ismail, W. A., (2021). Financially Distressed Firms: Environmental, Social, and Governance Reporting in Indonesia, *Sustainability*, MDPI, Open Access Journal, 13(18), 1-19, <https://doi.org/10.3390/su131810156>
- He, Y., Xu, L., & McIver, P. (2019). How does political connection affect firm financial distress and resolution in China?, *Applied Economics, Taylor & Francis Journals*, 51(26), 2770-2792, June. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1558358>
- Helena, S., & Saifi, M. (2018). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Financial Distress. *Universitas Brawijaya Malang*, 47(1), 103-112. <https://doi.org/10.443/05180708>
- Heredia, B., Palmeira, M., & Leite, S. P. (2010). Sociedade e economia do agronegócio no Brasil. *Revista brasileira de ciências sociais*, 25, 159-176. <https://doi.org/10.1590/S0102-69092010000300010>
- Herremans, I.M., Akathaporn, P., & McInnes, M., (1993). An investigation of corporate social responsibility reputation and economic performance, *Accounting, Organizations and*

- Society*, 18(7-8), 587-604.  
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:aosoci:v:18:y:1993:i:7-8:p:587-604>
- Hicks, A., & Goo, S.H. (2008). Cases & Materials on Company Law, *Oxford University Press*, 6, 13, 71 – 96, <https://doi.org/120.1016/j.qref.2008.06.0045>
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S. & Buakes, S. (2011), How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach, *International Journal of Accounting & Information Management*, 19(1), 53-79. <https://doi.org/10.1108/18347641111105935>
- Hoepner, A., Oikonomou, I., Sautner, Z., Starks, L., & Zhou, X. (2019). ESG shareholder engagement and downside risk. *Review of Finance*, 25, 23-77. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2874252>
- Hogan, C. E. (1997), Costs and Benefits of Audit Quality in the IPO Market: A Self-Selection Analysis, *The Accounting Review*. 72(1), 67–86. <http://www.jstor.org/stable/248223>
- Horta, R. A. M.; Alves, F. J. D. S.; & Carvalho, F. (2014). Seleção de atributos na previsão de insolvência: aplicação e avaliação usando dados brasileiros recentes. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(1), 125-151. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712014000100006>
- Hsu, H.-H., Wu, & C.Y.-H., (2014). Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. *Br. The Accounting Review*. 46(3), 215–227. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.12.002>
- Hsu, P.H., Lee, H.H., Liu, A.Z., & Zhang, Z., (2015). Corporate innovation, default risk, and financial distress: evidence from Egypt, *Corporate Governance*, 15(5), 641-662. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140>
- Hui, H., & Jing-Jing, Z. (2008). Relationship between corporate governance and financial distress: An empirical study of distressed companies in China. *International Journal of Management*, 25(4), 654-664. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0219>
- Husein, M. F. & Pambekti, G. T. (2015). Precision of the models of Altman, Springate, Zmijewski, and Grover for predicting the financial distress. *Journal of Economics, Business & Accountancy*, 17(3). <http://dx.doi.org/10.14414/jebav.v17i3.362>
- Hussain S et al. (2021). Downside systematic risk in Pakistani stock market: role of Corporate Governance, financial liberalization and investor sentiment. *Journal Asia Business Stud* 16(1), 137–160. <https://doi.org/10.1108/jabs-09-2020-0356>
- Husted, B.W., & Filho, J.M. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220–227. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>.
- Husted, B.W., (2005). Risk management, real options, corporate social responsibility. *Journal Of Business Ethics*, 60(2), 175–183. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-3777-1>
- Iatridis, G. E., (2012). Audit quality in common-law and code-law emerging markets: Evidence

- on earnings conservatism, agency costs and cost of equity, *Emerging Markets Review*, 13(2), 101-117. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.01.001>
- IBGE Notícias (2020). Pandemia foi responsável pelo fechamento de 4 em cada 10 empresas com atividades encerradas. Acesso em: 25 de janeiro de 2023. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/28295-pandemia-foi-responsavel-pelo-fechamento-de-4-em-cada-10-empresas-com-atividades-encerradas>
- Ilhan, E., Sautner, Z., & Vilkov, G. (2020), Carbon tail risk. *Rev Financ Stud* , 34(3),1540–1571. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa071>.
- Ioannou, I., Cheng, B., & Serafeim, G., (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Jacoby, G., Li, J., & Liu, M. (2019). Financial distress, political affiliation and earnings management: The case of politically affiliated private firms. *European Journal of Finance*, 25(6), 508-523. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1233126>
- Jang, S.S., Ko, H., Chung, Y. & Woo, C. (2020). CSR, social ties and firm performance, *Corporate Governance*, 19(6), 1310-1323. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2019-0068>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*. 3(4), 305-360. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.12.002>
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 76 (2), pp. 323-329.
- Jensen, M.C. (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jesuka, D. & Peixoto, F. M. (2021). Do Ownership concentration and the board of directors affect exports? *Strategic Finance • RAM, Rev. Adm. Mackenzie*, 22(3) <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF210009>
- Jesuka, D. & Peixoto, F. M. (2022). Corporate governance and firm performance: does sovereign rating matter? *Corporate Governance*, 22(2). <https://doi.org/10.1108/CG-08-2020-0369>
- Jesuka, D. & Peixoto, F. M. (2023). Governança Corporativa, Rating Soberano, Alavancagem e Desempenho da Firma: uma Análise em Nível Regional, *Revista de Administração, Sociedade e Inovação*, 09, 67-85. <https://doi.org/10.20401/rasi.9.1.669>
- Jia, G.; & Li, X. (2022). Visual-Slam classical framework and key techniques: A review. *Jornal Sensors*, 22(12), 2022. <https://doi.org/10.3390/s22124582>.
- Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., & Chang, K., (2014). Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification.

*Financial Management*, 43(3), 505–531. <https://doi.org/10.1111/fima.12044>

- Jo, H., & Na, H., (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 110, 441–456. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1492-2>
- Jodjana, J.J., Nathaniel, S., Rinaningsih, R., & Pranoto, T. (2021). The Effect of Board and Ownership Structure on the Possibility of Financial Distress, *Journal of Accounting and Investment*, 22(3), 602-624. <https://doi.org/10.18196/jai.v22i3.12659>
- Kalash, I. (2023), The financial leverage–financial performance relationship in the emerging market of Turkey: the role of financial distress risk and currency crisis, *EuroMed Journal of Business*, 18(1), 1-20. <https://doi.org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1108/EMJB-04-2021-0056>
- Kao, E.H.C.; Yeh, C. C.; Wang, L. H.; & Fung, H. G. (2018). The relationship between CSR and performance: Evidence in China. *Pacific Basin Financial Journal*, 51, 155–170. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.04.006>
- Karaman, A. S. Akman, E. (2018), Taking-off corporate social responsibility programs: an AHP application in airline industry. *Journal Air Transp Management*, 68, 187–197. <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2017.06.012>
- Kaur, R. (2021). Impact of Financial Distress, CEO power and compensation on Environment, Social and Governance (ESG) Performance: Evidence-based on UK firms (Ph.D dissertation). *De Montfort University*
- Kemp, D. & Owen, J.R. (2013). Community Relations and Mining: Core to Business but Not Core Business Resources Policy, 38, 523-531. <http://dx.doi.org/10.1016/j.resourpol.2013.08.003>
- Kesner, I., Victor, B. & Lamont, B. (1986), Board composition and the commission of illegal acts: an investigation of fortune 500 companies, *Academy of Management Journal*, 29(4), 789-799. <https://doi.org/10.5465/255945>
- Khan, A., Muttakin, M. B., & Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 114, 207–223. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1336-0>
- Kharub, R.S., & Mor, R. S. (2019). The relationship between cost leadership competitive strategy and firm performance, *Journal Manuf. Technol. Manag*, 30, 920–936, <https://doi.org/10.1108/JMTM-06-2017-0116>.
- Khaw, K.L.-H., Liao, J., & Tripe, D., Wongchoti, U., (2016). Gender diversity, state control, and corporate risk-taking: evidence from China. *Pacific Basin Financ. Journal*, 39(C), 141–39158. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.06.002>
- Kim, Y., Li, H., & Li, S., (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal Bank. Finance*, 43, 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.013>

- Kou, G., Yüksel, S., & Dinçer, H. (2022), Inventive problem-solving map of innovative carbon emission strategies for solar energy-based transportation investment projects. *Appl Energy*, 311, 118–680. <https://doi.org/10.1016/j.apenergy.2022.118680>
- La Porta, R., Lopez, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1/2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lázaro, L. L. B., & Gremaud, A. P. (2015). The corporate social responsibility and sustainability in Latin America: Brazil and Mexico. *Revista De Administração Da UFSM*, 9(1), 138–155. <https://doi.org/10.5902/1983465912279>
- Lee, D.D., & Faff, R.W., (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: a global perspective. *Finance Review*. 44(2), 213–237. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2009.00216.x>
- Lee, J. (2009), Executive performance-based remuneration, performance change and board structures, *The International Journal of Accounting*, 44(2), 138-162. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2009.03.002>
- Lee, J.E., Glasscock, R., & Park, M.S., (2017). Does the ability of operating cash flows to measure firm performance improve during periods of financial distress? *Account. Horiz.* 31, 23–35. <https://doi.org/10.2308/acch-51594>.
- Lee, K.W. and Thong, T.Y. (2023), Board gender diversity, firm performance and corporate financial distress risk: international evidence from tourism industry, *Equality, Diversity and Inclusion*, 42(4), 530-550. <https://doi.org/10.1108/EDI-11-2021-0283>
- Lee, T.S. & Yeh, Y.H. (2004), Corporate governance and financial distress: evidence from Taiwan, *Corporate Governance*, 12(3), 378-388. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00379.x>
- Li, h. X., Wang, Z.J. & Deng, X.L. (2008). Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: evidence from Chinese listed companies, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 8(5). <https://doi.org/10.1108/14720700810913287>
- Li, Z., Crook, J., & Andreeva, G. (2020). Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101334, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101334>
- Liang, H., & Renneboog, L., (2018). On the foundations of corporate social responsibility. *J. Finance, European Corporate Governance Institute*, 72(2), 853–910., <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2360633>
- Lin, J.Y.F., & Tan, G.F., (1999). Policy burdens, accountability, and the soft budget constraint.



*American Economic Review*. 89(2), 426–431. <https://doi.org/10.1257/aer.89.2.426>

- Lin, L.; Hung, P. H.; Chou, D. W.; Lai, C.W. (2019). Financial performance and corporate social responsibility: Empirical evidence from Taiwan. *Asia Pac. Manag. Rev.* 2019, 24, 61–71. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2018.07.001>
- Lins, K.V., Servaes, H., & Tamayo, A., (2017). Social capital, trust, and firm performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Liu, T.; Zhang, Y.; & Liang, D. (2019). Can ownership structure improve environmental performance in Chinese manufacturing firms? The moderating effect of financial performance. *Journal of Cleaner Production*., 225, 58–71. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.03.267>
- López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S. & Torre-Olmo, B. (2015), Investment decisions of companies in financial distress, *BRQ Business Research Quarterly*, 18(3), 174-187, <https://doi.org/10.1016/j.brq.2014.09.001>
- Lu, J., Xu, B., & Liu, X. (2009). The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. *Management International Review*, 49(4), 455-478. <http://doi.org/10.1007/s11575-009-0004-9>
- Lu,W.; Chau, K.W.;Wang, H.; & Pan,W. (2014). A decade’s debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: A critical review of empirical studies 2002–2011. *Journal of Cleaner Production*., 79, 195–206. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.04.072>
- Lugovskaya, L. (2010). Predicting default of Russian SMEs on the basis of financial and non-financial variables. *Journal of Financial Services Marketing*, 14(4), 301-313 <https://doi.org/10.1057/fsm.2009.28>
- Luo, X., Wang, H., Raithel, S., & Zheng, Q., (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Management Journal*, 36(1), 123–36. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/43897869>.
- Luqman, R., Ul Hassan, M., Tabasum, S., Khakwani, M.S. & Irshad, S. (2018), Probability of financial distress and proposed adoption of corporate governance structures: evidence from Pakistan, *Cogent Business &Management*, 5, 1-14. <https://doi.org/10.1080/23311975.2018.1492869>
- Mackevičius, J., & Silvanavičiūtė, S. (2006). Evaluation of suitability of bankruptcy prediction models. *Business: Theory and Practice*, 7(4), 193–202. <https://doi.org/10.3846/btp.2006.24>
- Manzaneque, M., Priego, A., Merino, E., (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: evidence from Spain. *Revista de Contabilidad- Spanish Account. Rev.* 19(1), 111–121. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>.
- Manzaneque, M.; Merino, E.; Priego, A.M. (2016). The role of institutional shareholders as

- owners and directors and the financial distress likelihood. evidence from a concentrated ownership context. *European Management Journal*, 34(4), 439-451. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.01.007>.
- Margolis, J.D.; Elfenbein, H.A., & Walsh, J.P. (2009) Does it pay to be good. And does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *SSRN Electron. J.* <https://doi.org/10.2139/ssrn.1866371>
- Mariano, S., Izadi, J., & Pratt, M., (2021). Can we predict the likelihood of financial distress in companies from their corporate governance and borrowing? *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(2), 305-323. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2020-0130>.
- Martinez, A. L.; Silva, R. (2018). Restrição financeira e agressividade fiscal nas empresas brasileiras de capital aberto. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(3), 448-463. <https://doi.org/10.5502/GF.1356>
- Martínez-Ferrero, J., Garcia-Sanchez, I. M., & Cuadrado-Ballesteros, B. (2015). Effect of financial reporting quality on sustainability information disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(1), 45-64. <https://doi.org/10.1002/RSC.1330>
- Mecaj, A., & Bravo, M. (2014), CSR actions and financial distress: Do firms change their CSR behavior when signals of financial distress are identified? *Mod Econ* 05(04), 259–271. <https://doi.org/10.4236/me.2014.54027>
- Medeiros, O. R., & Daher, C. E. (2005). Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 16(37), 37-45. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000100003>
- Miglani, S., Ahmed, K. & Henry, D. (2015), "Voluntary corporate governance structure and financial distress: evidence from Australia", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 18-30. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.005>
- Milani Filho, M. A. F. (2008). Responsabilidade Social e Investimento Social Privado: entre o discurso e a evidência. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 19(47), 89-101. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000200008>
- Miles M, & Covin J (2000) Environmental marketing: a source of reputational, competitive, and financial advantage. *J Bus Ethics*, 23(3), 299–311. <https://doi.org/10.1023/a:1006214509281>
- Mishra, S., & Modi, S., (2013). Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk. *Journal Business. Ethics*, 117(2), 431–448. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1526-9>
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958), The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, 261-275.
- Moriones, J.E., Sanchez, S., & Martinez-de-Morentin, (2021). Business strategy, performance

- appraisal and organizational results, *Person. Review.* 50, 515–534, <https://doi.org/10.1108/PR-09-2019-0498>.
- Muniandy, B. e Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific Basin Financial Journal*, 35, 108-124. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.11.003>
- Nejati, M., Quazi, A., Amran, A., & Ahmad, N. H. (2017). Social responsibility and performance: Does strategic orientation matter for small businesses? *Journal of Small Business Management*, 55(S1), 43–59. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12305>
- Nguyen, P.-A.; Kecskés, A.; & Mansi, S. (2020). Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of long-term investors. *Journal Bank. Financ.*, 112, 105217. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.013>
- Nicholls, C. L., Castilla, J. A., García, J., & Rivera, M. (2011). Latin American management research: Review, synthesis, and extension. *Journal of Management*, 37(4), 1178–1227. <https://doi.org/10.1177/0149206311403151>
- Ntim, C. G., Soobaroyen, T. (2013). Corporate Governance and Performance in Socially Responsible Corporations: New Empirical Insights from a Neo-Institutional Framework. *Corporate Governance an International Review*, 21(5), 468-494. <https://doi.org/10.1111/corg.12026>
- Ohlson, J. (1980), Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy, *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
- Opler, T.C. & Titman, S. (1994), Financial distress and corporate performance, *The Journal of Finance*, 49(3), 1015-1040. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00086.x>
- Orlitzky, M., & Benjamin, J. D. (2001), Corporate social performance and firm risk: a meta-analytic review. *International Business & Society*, 40(4), 369–396. <https://doi.org/10.1177/000765030104000402>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2001). Corporate social and financial performance: a metaanalysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441. <http://dx.doi.org/10.1177/0170840603024003910>.
- Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–411. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Oware, K. M., & Appiah, K. (2021). CSR assurance practice and financial distress likelihood. Evidence from India. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 249-372. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-10-2020-1055>
- Palacin-Sánchez, M. J., Ramires-Herrera, L. M., & Di Pietro, F. (2013). Capital struture of SMEs in Spanish regions. Smal, *Business Economics*, 41(2), 503-519. <https://doi.org/10.100711187-012-9439-7>

- Park, J. G., Park, K., Noh, H. & Kim, Y. G. (2023). Characterization of CSR, ESG, and Corporate Citizenship through a Text Mining-Based, *Review of Literature Sustainability*, 15(5), 3892. <https://doi.org/10.3390/su15053892>
- Parker, S., Peters, G.F., & Turetsky, H.F., (2002). Corporate governance and corporate failure: a survival analysis. *Corpor. Govern. International Journal Business Soc.* 2(2), 4–12. <https://doi.org/10.1108/14720700210430298>
- Pellicani, A. D., (2011). Governança corporativa e restrição financeira nas decisões de investimento, *Biblioteca Digital USP*, <https://doi.org/10.11606/D.18.2011.tde-16032011-092421>
- Pereira, M. F. V. (2012). Os Agentes do Agronegócio e o Uso do Território no Triângulo Mineiro/Alto Paranaíba: da Moderna Agricultura de Grãos à Expansão Recente da Cana de Açúcar. *Revista do Departamento de Geografia*, 23, 83-104. <https://doi.org/10.7154/RDG.2012.0023.0004>
- Pham, T. Oleksandr, T. Geoffrey, W. Shuxing, Y. (2021). Quality of working environment and corporate financial distress. *Finance Research Letters*, 46, 102449. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102449>
- Pindado, J., Rodrigues, L. & de la Torre, C. (2008), “Estimating financial distress likelihood”, *Journal of Business Research*, 61(9), 995-1003, <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.10.006>
- Pletsch, A. L. B.; Moura, G. D.; & Salla, N. M. G. (2018). Influência das conexões políticas no custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3. In: *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Pozas, M.A. (2014), Scientific-technical services for the pharmaceutical industry in Mexico, Latin America’s Emergence in Global Services: A new driver of structural change in the region?, Libros de la CEPAL, No. 121 (LC/G.2599-P), , *Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)*
- Prado-Lorenzo, J. M., Gallego-Alvarez, I., & Sánchez, I.M. (2009). Stakeholder Engagement and Corporate Social Responsibility Reporting: The ownership Structure Effect. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(2), 94-107. <https://doi.org/10.1016.1002/csr.189>
- Prasetyo, A. & Faturohman, T. (2023), Financial Distress and Financial Performance Analysis of Highway Companies Before and During the COVID-19 Pandemic: Evidence from Indonesia Stock Exchange, , *Emerald Publishing Limited*, 31, 151-165. <https://doi.org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1108/S1571038620230000031021>
- Quéré, B.P.; Nouyrigat, G.; & Baker, C.R. (2015). A bi-directional examination of the relationship between corporate social responsibility ratings and company financial performance in the European context. *Journal Business Ethics*,, 148, 527–544. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2998-1>
- Rabe-Hesketh, S. & Skrondal, A. (2012). Multilevel and Longitudinal Modeling using Stata,

3rd edn, vol. II, Categorical Responses, Counts, and Survival. College Station: *Stata Press*.

- Rajan, R. and Zingales, L. (1995) What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Rechden, C. N.; Miller, K. B. (2015). Company in distress? Directors needn't be-mitigating risks at the Board. *The World Bank*. <http://hdl.handle.net/10986/21701>
- Reddy, K., Locke, S. & Scrimgeour, F. (2010), The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: an empirical investigation, *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190-219. <https://doi.org/10.1108/17439131011056224>
- Revelli, C., & Viviani, J. L. (2015), Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A metaanalysis. *Business Ethics Europe Review*, 24, 158–185. <https://doi.org/10.1111/beer.12076>
- Richardson, G., Lanis, R., & Taylor, G., (2015). Financial distress, outside directors and corporate tax aggressiveness spanning the global financial crisis: an empirical analysis. *Journal Bank. Financ.* 52, 112–129. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.11.013>.
- Rocha, F. D., & Amaral, H. F. (2007). Análise dos determinantes do endividamento das empresas brasileiras à luz de abordagens teóricas tradicionais e recentes. *Rev. Econ. Sociol. Rural*, 47(1). <https://doi.org/10.1590/S0103-20032009000100004>
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Rubab, S. T. Hanif, N. Fatima, A. Munir, U., & Kamran, M. (2022). The Impact of Financial Distress on Financial Performance of Manufacturing Firms Listed at Pakistan Stock Exchange. *Bulletin of Business and Economics*, 11(2), 382-391. <https://doi.org/10.5281/zenodo.7029198>
- Said, R., Zainuddin, Y. H., & Haron, H. (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Social Responsibility Journal*. 5(2), 212-226. <https://doi.org/10.1108/17471110910964496>
- Salloum, C., Azoury, N., Azzi, T., 2013. Board of directors' effects on financial distress evidence of family owned businesses in Lebanon. *Int. Entrep. Manag. Journal*. 9(1), 59–75. <https://doi.org/10.1007/s11365-011-0209-9>
- Samanta, N., & Johnston, A. (2019). Shareholder primacy corporate governance and financial market growth. *Journal of Finance*, 19(5), 845-848. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2019-385>
- Santen, B., & Soppe, A., (2009). NED characteristics, board structure and management turnover in the Netherlands in times of financial distress: a theoretical and empirical survey.

*Corp. Ownersh. Control.* 7(1), 17. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101334>

- Santos, H. F. dos. (2019), Modernização da Agricultura e Dinâmica do Agronegócio Globalizado No Triângulo Mineiro/Alto Paranaíba. *Geografia em Questão*, [S. l.], 12(1). <http://dx.doi.org/10.48075/geoq.v12i1.18330>. Disponível em: <https://e-revista.unioeste.br/index.php/geoemquestao/article/view/18330>. Acesso em: 16 out. 2023
- Santosa, P. W., Tambunan, M. E., & Kumullah, E. R. (2020). The role of moderating audit quality relationship between corporate characteristics and financial distress in the Indonesian mining sector. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(2), 88-100. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(2\)](https://doi.org/10.21511/imfi.17(2)).
- Saputri, L., & Asrori, A. (2019). The effect of leverage, liquidity and profitability on financial distress with the effectiveness of the audit committee as a moderating variable. *Accounting Analysis Journal*, 8(1), 38–44. <https://doi.org/10.15294/aa.v8i1.25887>
- Schio, N. S. et al. (2019), Objetivos de Desenvolvimento Sustentável e as empresas participantes do mercado acionário brasileiro. In: *Anais USP Internacional Conference in Accounting*.
- Scholtens, B. (2008). A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance. *Economics, Econometrics and Finance.*, 68(1), 46–55. <https://doi.org/10.1016/j.econ.2008.01.024>
- Segal, M. (2017). ISA 701: Key audit matters - An exploration of the rationale and possible unintended consequences in a South African. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 10(2), 376-391. <https://doi.org/10.4102/jef.v10i2.22>
- Shahwan, T. M. (2015). The Effects of Corporate Governance on Financial Performance and Financial Distress: Evidence from Egypt. *Corporate Governance (Bingley)*, 15, 641-662. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140>
- Sharfman, M., & Fernando, C. S., (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569-592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-833. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index: firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231756.en>
- Silva, B. A. O., Caixe, D. F., & Krauter, E. (2019). Governança Corporativa e Sensibilidade Investimento-Fluxo de Caixa no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 17(2), 72-86. <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v17n2.2019.78083>
- Silva J., F., Gomes, A. C., Câmara, R. & Filho, P. (2022), The Influence of Corporate Social Responsibility in Forecasting Business Insolvency. *BASE – Revista de Administração e*

*Contabilidade da Unisinos 19(1)*. <https://doi.org/10.4013/base.2022.191.06>

- Silva, R. R., & Cleps, G. D. G. (2009). O comércio, a cidade e a expansão da socioeconomia Solidária na Mesorregião Triângulo Mineiro/Alto Paranaíba. *Para Onde!?*, 3(2). <https://doi.org/10.22456/1982-0003.22099>
- Siqueira, T. V.; Siffert F., (2001). Desenvolvimento regional no Brasil: tendências e novas perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, 8(16), 79-117. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11779>
- Song Y, Wang H, Zhu M (2018). Sustainable strategy for corporate governance based on the sentiment analysis of financial reports with CSR. *Financial Innovation*, 4(2). <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0086-0>
- Souza, R. D. C. M. (2017). A mineração na região do Triângulo Mineiro/Alto Paranaíba: agente de modernização e formação de fronteira. *Ateliê Geográfico-Goiânia-GO*, 11(3), 21-33. <https://doi.org/10.5216/ag.v11i3.53151>
- Spence, M. (1973). Job market signaling, *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Stead, J.G.; & Stead, W.E. (2013), The Coevolution of Sustainable Strategic Management in the Global Marketplace. *Business, Organization & Environment*. 26(2), <https://doi.org/10.1177/1086026613489138>
- Sudarsanam, S. & Lai, J. (2001), Corporate financial distress and turnaround strategies: an empirical analysis, *British Journal of Management*, 12(1), 183-199. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2011.09.046>
- Sun, W., & Cui, K., (2014). Linking corporate social responsibility to firm default risk. *European Management Journal*. 32(2), 275–287. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.04.003>
- Tristiari, N., Setiawanta, Y., & Pratiwi, R.D. (2017), International Journal of Economics and Financial Issues Optimization of monetary corporate social responsibility value added in reducing financial distress in Indonesia. *International Journal Economic Finance* 7(2), 500–506. <https://doi.org/10.14392/efi.2023160307>
- Udin, S., Arshad, M., Javid, & A.J., (2017). The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence. *Corp. Gov. Int. J. Bus. Soc.* 17(4), 589–612. <https://doi.org/10.1108/cg-03-2016-0067>.
- Urquiza, F. B., Ureba, & E. M., (2021). Does compliance with corporate governance codes help to mitigate financial distress?, *Research in International Business and Finance*, 55(C), 101344. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101344>
- Velte, P. (2017), Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany", *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

- Velte, P. (2021). CSR and tax avoidance: A review of empirical research. *Corporate Ownership & Control*, 18(2), 20-39. <https://doi.org/10.22495/cocv18i2art2>
- Waddock, S.A.; & Graves, S.B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal*. 18(4), 303–319. <http://www.jstor.org/stable/3088143>
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2015), Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal Clean Prod.* 162, 1607–1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>
- Wang, X. T., & Johnson, J. G. (2012). A tri-reference point theory of decision making under risk. *Journal Exp. Psychol.* 141, 743–756. <https://doi.org/10.1037/a0027415>
- Wang, Z.-J., & Deng, X.-L., (2006). Corporate governance and financial distress: evidence from Chinese listed companies. *Chinese Economy*. 39(5), 5–27. <https://doi.org/10.2753/CES1097-1475390501>
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123-133. <https://doi.org/10.1007/BF02745946>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S. & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Wright, J. H. et al. (2006). The yield curve and predicting recessions. Board of Governors of the Federal Reserve System (US). *FEDs Working Paper* No. 2006-7, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=899538> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.899538>
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *J. of Financial Economics*, 27(1), 419-444. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6).
- Wu, L., Shao, Z., Yang, C., Ding, T., & Zhang, W. (2020). The Impact of CSR and Financial Distress on Financial Performance Evidence from Chinese Listed Companies of the Manufacturing Industry. *Sustainability*, 12, 6799. <https://doi:10.3390/su12176799>
- Younas, N., UdDin, S., Awan, T., & Khan, M. Y. (2021). Corporate governance and financial distress: Asian emerging market perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 702–715. <https://doi.org/10.1108/cg-04-2020-0119>
- Zeitun, R., & Gang Tian, G., (2007). Does ownership affect a firm’s performance and default risk in Jordan? *Corpor. Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), 66–82. <http://dx.doi.org/10.1108/14720700710727122>
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 22(C), 59-82. <http://dx.doi.org/10.2307/2490859>



## APÊNDICE

Tabela A – Trabalhos que relacionam governança corporativa e *financial distress*

Tabela B – Trabalhos que relacionam governança corporativa e ESG/CSR – *Corporate Social Responsibility*

Tabela A – Trabalhos que relacionam mecanismos de governança corporativa e *financial distress*

Autor/Ano	Revista /ISSN	Qualis / H- index	Objetivo	Variáveis	Metodologia	Resultados e conclusões
Sayidah & Assagaf, 2020	<i>Busines: Theory &amp; Practice</i> 1648-0627	Não tem	O objetivo deste estudo é investigar as variáveis que afetam o <i>financial distress</i> de empresas estatais da Indonésia, que receberam subsídios do governo.	YFD = Dificuldade financeira, X1WC = capital de giro, X2INV = investimento, X3LEV = alavancagem, X4CFO = fluxo de caixa operacional, X5SIZE = tamanho da empresa, b0 = constante, b1... b5 coeficientes das variáveis ind, e = erro.	Neste estudo, usamos amostragem intencional com critérios: (i) estatais recebem financiamento do governo e (ii) publicam demonstrações financeiras. A seleção da amostra para 2014–2017 é baseada na consideração da disponibilidade de dados anuais em um ciclo de negócios. Usamos séries temporais e dados transversais. Com base nesses critérios, foram selecionadas 18 EEs com 54 unidades de análise.	Os resultados da análise de dados indicam que o investimento, a alavancagem e o fluxo de caixa operacional afetam as dificuldades financeiras. As atividades de investimento (X2INV) têm um efeito negativo na dificuldade financeira.
Ferrero-Ferrero, I., Fernandez-Izquierdo, M. A., & Munoz-Torres, M. J., 2015.	<i>Cybernetics and Systems</i>	A2	Examinar a utilidade das novas divulgações ampliadas dos principais assuntos de auditoria (KAM) do relatório de auditoria na avaliação do nível de dificuldades financeiras presentes em uma empresa	$FD_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENT_{KAM_{it}} + \beta_2 ACC_{KAM_{it}} + \sum \text{Controles} + \mu_{it}$ Onde $ENT_{KAM}$ é a soma dos KAMs em nível de entidade e $ACC_{KAM}$ é a soma dos KAMs específicos da conta para uma empresa cliente em um determinado ano.	Coletamos manualmente o nome da firma de auditoria e divulgações de KAM de relatórios de auditoria expandidos para cada empresa-ano disponível em nossa amostra. Para garantir consistência na codificação de KAMs por nível, categoria e tipo individual, dois membros da equipe de pesquisa categorizaram independentemente cada KAM. Para testar nossas hipóteses, medimos o estresse financeiro da empresa ( $FD_{i,t}$ ) empregando o modelo Z"-Score de Altman como a variável dependente contínua.	Os resultados também mostram KAMs em nível de entidade, certos tipos de KAMs individuais, e os KAMs em nível de conta com impacto primário na lucratividade e solvência de uma empresa têm maior probabilidade de serem divulgados quando as empresas clientes enfrentam níveis mais altos de dificuldades financeiras.

Ali, Ali, Jiang, Hedvicakova & Murtaza, 2022	<i>Frontiers</i> ,	A1	Analisar se a influência dos atributos de diversidade cognitiva do conselho tem efeitos na probabilidade de dificuldades financeiras na China	A variável dependente é FD ( <i>Financial Distress</i> ), independente é Diversity, diversidade do conselho, como D_Ten, D_Exp e D_Edu. Além disso, o controle inclui tamanho da empresa, alavancagem da empresa, liquidez, retorno sobre o investimento, tamanho do conselho e independência do conselho.	Foram coletados dados de empresas chinesas listadas nas bolsas de Xangai e Shenzhen dos anos de 2010 a 2018. Este estudo usa dados de 2010, uma vez que a Crise Financeira Global (GFC) de 2007–2008 é bem conhecida e as dificuldades financeiras podem levar a resultados enganosos para os anos da GFC. Os dados para as variáveis de pesquisa são obtidos do banco de dados Chinese Stock Market and Accounting Research (CSMAR).	Os resultados demonstraram uma associação positiva entre diversidade educacional, experiência financeira e pontuações de dificuldades financeiras.
Sayidah, Assagaf & Faiz, 2020	<i>Cogent Business &amp; Management</i> 2331-1975	A2	Demonstrar se os fatores que influenciam as dificuldades financeiras em empresas da Indonésia: gerenciamento de ganhos, produtividade de marketing, subsídios e tamanho da empresa	FD = <i>Financial Distress</i> + Zi, Prod = Produtividade de Marketing, EM = Gerenciamento de Lucros, SUB = Subsídios do Governo, Participação no Capital, Tamanho = Tamanho da Empresa, $\alpha$ = Constante, $\beta_1$ , $\beta_2$ , $\beta_3$ , $\beta_4$ , = Coeficiente de Regressão, $\varepsilon$ = estimativa de erro.	A amostra foi composta por 19 empresas estatais (SOEs) na Indonésia que receberam subsídios do governo e participação no capital do estado em 2015-2017. O método de análise de dados utilizado foi de abordagem quantitativa.	Os resultados mostraram que a produtividade de marketing afetou as dificuldades financeiras em empresas estatais que receberam subsídios do governo em 2015-2017. Além disso, o gerenciamento de resultados e o subsídio não tiveram efeito sobre as dificuldades financeiras das empresas
He, Y., Xu, L., & McIver, P, 2019	<i>Applied Economics</i> 0003-6846	A1	Investigar se o <i>financial distress</i> tem impacto nas conexões políticas e se afeta o	FD = <i>Financial Distress</i> dummy PC = Political connection	Os dados financeiros são derivados do banco de dados China Stock Market and Accounting Research Os dados macroeconômicos são	Os resultados sugerem que as conexões políticas têm influência significativa no desempenho da empresa durante períodos de FD.

			desempenho das empresas estatais e não estatais na China	MC = Macroeconomic, $\beta_1$ = Control, IND = Industry, $\beta$ $\epsilon_i$ ;	coletados do Federal Reserve Bank. No total, os dados são coletados para todas as 3.027 ações listadas na Bolsa de Xangai (SHSE) e na Bolsa de Shenzhen (SZSE) de 1999 a 2015. Para calcular o FD utilizou-se o Z-score de Altman, Hartzell, and Peck (1995)	Descobrimos que a conexão política tem influência limitada na entrada em FD, mas contribui para uma maior probabilidade de recuperação, indicando que as autoridades chinesas intervêm fortemente nas operações comerciais após FD,
Jodjana, Nathaniel, Rinaningsih & Pranoto, 2021	<i>Journal of Accounting and Investment</i> 2622-6413	Não tem	Este estudo tem como objetivo examinar o efeito da governança corporativa, especificamente em relação à estrutura de propriedade e estrutura do conselho, sobre a possibilidade de dificuldades financeiras.	FD = <i>Financial Distress</i> , BOARDOWN = Propriedade do conselho, INSOWN = Propriedade institucional, CONOWN=Propriedade concentrada + IND = Independencia do conselho, BSIZE = Tamanho, ROA = Retono do Ativo, FE = Despesa Financeira RE = Lucros Retidos + Eit..	A amostra utilizada neste estudo são empresas listadas na Bolsa de Valores da Indonésia (IDX) de 2015 a 2019, excluindo o setor financeiro. A regressão logística condicional é usada porque o estudo usa dados pareados com base no total de ativos da empresa.	Os resultados indicam que a propriedade do conselho, os comissários independentes e o conselho de administração podem aumentar a probabilidade de dificuldades financeiras. Por outro lado, está comprovado que a propriedade institucional e a propriedade concentrada não têm efeito sobre a probabilidade de dificuldades financeiras.

<p>Ashraf, Félix &amp; Serrasqueiro, 2021</p>	<p><i>Asia Pacific Journal of Management</i> 0217-4561</p>	<p>A1</p>	<p>Este estudo explora a relação entre a independência dos comitês do conselho e as dificuldades financeiras das empresas na China e no Reino Unido.</p>	<p>DIS = <i>Financial Distress</i>,          PROF = Lucratividade, LIQ =          Liquidez LEV =          Alavancagem, OWN =          Controle Estatal, SIZE =          Tamanho, DUAL =          Dualidade, BIND =          Controlador Independente,          IND = Independência, <math>\beta</math> etc</p>	<p>O estudo empregou um modelo logit condicional de efeitos fixos. Essa extensão do modelo logit para tirar proveito do design de pares combinados deste estudo, que controla a confusão devido às condições de mercado específicas do setor, ano contábil e tamanho de uma empresa (representado pelo total de ativos). DISict representa a dificuldade financeira da empresa <i>i</i> do país.</p>	<p>Os resultados sugerem que os membros do comitê de auditoria independente não são favoráveis à sobrevivência da empresa. Um teste de robustez demonstra que os resultados são robustos à forma funcional assumida imposta pelo modelo logit condicional e confirma nossas principais descobertas para empresas chinesas e britânicas.</p>
<p>Pellicani, 2011</p>	<p>TESE – USP</p>		<p>O objetivo do estudo é analisar a relação entre a governança corporativa e a restrição financeira nas decisões de investimento de 500 firmas brasileiras de capital aberto entre os anos de 1997 e 2007</p>	<p>KZ = FC + CASH + FCL +          AT + ELP + PC + ROA +          ROE</p>	<p>Para examinar como os mecanismos de GC influenciam no grau de restrição financeira das firmas, utilizou-se do modelo logit para dados em painel, estimado por efeito aleatório O relacionamento dos mecanismos de GC com a decisão de investimento das firmas na presença de restrição financeira foi analisado por meio de uma versão modificada do modelo acelerador do investimento, considerando três agrupamentos.</p>	<p>Os resultados mostraram que firmas com qualquer natureza de propriedade e controle elevam a sua probabilidade de restrição financeira quando o maior acionista é o acionista controlador da firma, muito embora, a natureza do acionista controlador impacte a taxa de investimento das firmas de maneiras distintas. Firms com estrutura piramidal elevam sua probabilidade de restrição financeira.</p>

Silva, Caixe & Krauter, 2019	RGC Revista de Governança Corporativa 2359-313X	B3	Investigar a relação entre governança corporativa e FD no Brasil. Com tal finalidade, foi construído um painel não balanceado formado por 248 companhias brasileiras ao longo de 2006 a 2015.	IPGC - Índice de Práticas de Governança Corporativa KZ - Índice de Restrição Financeira WW - Índice de Restrição Financeira	A qualidade das práticas de governança foi medida por meio do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC), enquanto os índices KZ, WW e FCP foram usados como proxies para o grau de restrição financeira	Os resultados do teste de Mann-Whitney, correlação de Spearman e de modelos de regressão linear indicaram que há uma relação negativa entre qualidade da governança corporativa e restrição financeira. Esses resultados foram interpretados como uma evidência de que a adoção de melhores padrões de governança pode reduzir FD ao mitigar os conflitos de agência.
Assagaf, Haat, Yuzliza, Saputra & Muhammad, 2021	International Journal of Economic Research 0972-9380		Examinar o efeito do fluxo de caixa nas dificuldades financeiras das estatais indonésias em conjunto com a questão. Este estudo usa dados de séries temporais com uma amostra total de 31 EEs de 51 EEs, começando de 2014 a 2018.	YFINDIS = <i>Financial Distress</i> , CAPEX <sub>t</sub> = crescimento nas despesas de capital, WC <sub>t</sub> = crescimento do capital de giro, RE <sub>t</sub> = crescimento dos ganhos retidos, EQ <sub>t</sub> = crescimento do patrimônio líquido, RAEM <sub>t</sub> = gerenciamento de resultados, EBIT <sub>t</sub> = crescimento do lucro antes de juros e impostos	Pesquisa de população, isto é, as 44 estatais estavam enfrentando dificuldades financeiras. A amostra é determinada usando o método de resolução conforme Loving & Kamermans (1991). O número de amostras que serão observadas até 31 empresas estatais. O número de amostras ou unidades de análise para este estudo foi de 31 BUMN, cerca de 70,4% da população total de 44 BUMNs com dificuldades financeiras. As observações foram feitas usando dados de painel.	O fluxo de caixa operacional é categorizado como um fator que afeta as dificuldades financeiras das empresas estatais na Indonésia. Este estudo sugere que usar uma abordagem marginal por meio do valor da pontuação é mais realista para medir dificuldades financeiras e pode ajudar as partes interessadas, especialmente o governo.

<p>Younas, UdDin, Awan &amp; Khan, 2021</p>	<p><i>Corporate Governance: The international journal of business in society</i></p> <p>1472-0701</p>	<p>A1</p>	<p>Examinar o impacto do índice de governança corporativa (PAKCGI) na dificuldade financeira da empresa para uma amostra de 152 empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores do Paquistão (PSX) no período de 2003 a 2017.</p>	<p>FD = <i>Financial Distress</i> é usado como proxy para dificuldades financeiras FAOWN = propriedade familiar , Neste estudo, o sistema de codificação binária foi adotado para construir o índice de governança corporativa (PAKCGI) para empresas não financeiras listadas no PSX.</p>	<p>Para examinar o impacto do PAKCGI na dificuldade financeira (Altman Z-Score), o modelo de efeito aleatório é aplicado. O PAKCGI é um índice autoconstruído com base nos cinco fatores importantes das práticas de governança corporativa, ou seja, conselho de administração, comitês de auditoria, direitos dos acionistas, divulgações e gestão de riscos. A abordagem de codificação binária é adotada para a construção do PAKCGI. O modelo Altman Z-Score é usado como proxy para o indicador de dificuldade financeira.</p>	<p>Os resultados do estudo indicam um impacto positivo do PAKCGI no risco de dificuldades financeiras. O coeficiente positivo implica que as boas práticas corporativas funcionam como catalisadores para reduzir o risco de dificuldades financeiras no Paquistão. Também foi observado que existe um impacto positivo significativo da propriedade institucional sobre <i>financial distress</i>.</p>
<p>Gomes, Izadi &amp; Pratt, 2021</p>	<p><i>Emerald Insight</i></p> <p>1834-7649</p>	<p>A1</p>	<p>O objetivo deste estudo é investigar o impacto das estruturas de governança corporativa sobre a probabilidade de dificuldades financeiras em empresas listadas no Reino Unido..</p>	<p>FD = Financial Distress, FE = Proporção de Membros do conselho, OWNERS = Concentração de Propriedade, IND = Independencia do Conselho, BS = Tamanho do conselho, CEOD = Dualidade do CEO</p>	<p>O estudo usa uma abordagem quantitativa com medidas financeiras, de governança e de empréstimos e dados de 270 observações de empresas entre 2010 e 2018. São consideradas variáveis de governança corporativa como concentração de propriedade, indicadores de independência, dualidade do CEO.</p>	<p>Os resultados indicam que empresas com baixa concentração de propriedade e baixo grau de independência são mais propensas a incorrer em dificuldades financeiras. Conselhos maiores e melhor remuneração do diretor podem reduzir a probabilidade de dificuldades financeiras e a existência de empréstimos corporativos pode aumentar essa probabilidade</p>

Shahwan & Habib, 2020	<i>Journal of intellectual capital</i> 1469-1930	A1	Usando dados de 51 empresas negociadas na bolsa Egípcia de 2014 a 2016, este artigo teve como objetivo avaliar a eficiência das práticas de GC e capital intelectual (CI) e explorar a probabilidade de FD.	Z-Scoreit = <i>Financial Distress</i> , CGECRS = escore de eficiência de governança corporativa (CGE), ICECRS é a pontuação de eficiência de capital intelectual (ICE) usando o modelo CRSDEA para cada empresa.	A eficiência relativa das práticas de CG e IC foi medida sob o modelo de análise de envoltória de dados de Malmquist. Um modelo Z -score modificado foi aplicado para avaliar a dificuldade financeira das empresas.	O teste dos postos sinalizados de Wilcoxon revelou evidências quase insignificantes quanto à melhora da eficiência do CG e do CI ao longo do período do estudo. A pontuação de eficiência das práticas de CG não teve impacto na probabilidade de dificuldades financeiras. No entanto, a pontuação de eficiência do IC afetou negativamente o FD.
Li, Crook, Andreeva & Tang, 2020	<i>Pacific-Basin Finance Journal</i> 0927-538X	Não tem	O objetivo é demonstrar o gerenciamento de risco de crédito avaliando a eficácia de aspectos de governança corporativa para prever dificuldades financeiras em um modelo dinâmico de análise de sobrevivência em tempo discreto.	LOGIT = Tempo de operação; HD = Probabilidade de socorro, H0 = Risco de linha de base, $\beta_0$ é seu coeficiente; $x_i$ , $t_3$ é um vetor coluna de variáveis de governança corporativa, XIR = Índices financeiros de poder preditivo, XIM = um vetor de fatores macroeconômicos; $\beta_1$ , $\beta_2$ , $\beta_3$ são vetores de coeficientes;	O conjunto de dados original contém 3.647 empresas listadas na China desde 1991. Devido à divulgação tardia de informações de governança somente após 2002, os dados são restritos a 2003 em diante. A amostra final é composta por 2824 empresas com mais de 17 anos entre 2003 e 2019. De forma mais prática, esta pesquisa considera o valor preditivo de novas variáveis de governança corporativa, além de reportar parâmetros de regressão.	Os resultados sugerem que, embora a governança corporativa por si só não seja suficiente para prever com precisão as dificuldades financeiras, pode aumentar o poder preditivo de índices financeiros e fatores macroeconômicos. Além disso, o modelo fornece informações sobre o papel da propriedade estatal,



<p>Bravo-Urquiza &amp; Moreno-Ureba, 2021</p>	<p><i>Research in international business and finance</i> 0275-5319</p>	<p>A1</p>	<p>Este trabalho analisa se o cumprimento da governança corporativa onde os códigos ajudaram a mitigar as dificuldades financeiras das empresas.</p>	$FDit = \alpha + \beta_1 Overallit + \beta_2 SizeIt + \beta_3 Levit + \beta_4 Fperfit + \beta_5 Pmarginit + \beta_6 Indit + \beta_7 Yearit$	<p>Nossa análise empírica considera as 36 empresas listadas no IBEX-35 no período de 2013 a 2016, e nossa amostra é composta por 130 observações. O tamanho da amostra provou ter poder estatístico suficiente em muitos estudos recentes usando análises semelhantes</p>	<p>Os nossos resultados revelam o cumprimento das recomendações sobre o conselho de administração conduz a uma redução da probabilidade de dificuldades financeiras. Essas descobertas ampliam o debate acadêmico sobre o papel dos códigos de governança e seu impacto nos resultados da empresa e têm implicações práticas para profissionais e empresas.</p>
<p>Luqman, Hassan, Tabasum, Khakwani &amp; Irshad, 2018</p>	<p><i>Cogent business &amp; management</i> 2331-1975</p>	<p>A2</p>	<p>O objetivo do estudo é investigar o papel da adoção voluntária de mecanismos de governança corporativa na mitigação do estado de dificuldade financeira das empresas</p>	$FINANCIAL\ DISTRESS = \beta + \beta_1 Outsider\ directors + \beta_2 BLOCKOWN + \beta_3 DUALITY + \beta_4 DIROWN + \beta_5 AUDITCOM + \beta_6 AUDITOPN + \beta_7 LEVERAGE + \beta_8 SIZE + \beta_9 MGTEFF + \varepsilon$ <p>Neste modelo, a dificuldade financeira é medida como dummy: 1 é para empresas em dificuldades e 0 para empresas saudáveis.</p>	<p>A amostra são todas as empresas não financeiras listadas na KSE durante 2006–2015. A amostra é selecionada usando a amostragem sistemática estratificada. O total de empresas selecionadas para análise é de 52. As empresas são classificadas como saudáveis e em dificuldades com base em seu desempenho operacional.</p>	<p>Os resultados do estudo mostram que há uma relação significativa negativa de propriedade do bloco, propriedade do diretor e comitê de auditoria com a probabilidade de dificuldades financeiras. A relação causal também é testada e os resultados mostram que a adoção voluntária de estruturas de governança corporativa leva a um menor nível de dificuldade financeira.</p>

Tabela B – Trabalhos que relacionam *financial distress* e CSR /ESG

Autor/Ano	Revista / ISSN	Qualis / H-index	Objetivo	Variáveis	Metodologia	Resultados e conclusões
Silva Junior, F., Gomes, A. C., Câmara, R. & Filho, P. 2022	BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos ISSN: 1984-8196	A3	Esta pesquisa teve por finalidade estudar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e a previsão de Insolvência Empresarial	Os valores correspondentes a Pie it, Elizabetsky (1976); PIk it Altman, Baidya e Dias (1979) e PIabd it - Kanitz (1978)	Os modelos utilizados foram estimados por dados em painel balanceado, compostos pelas proxies de Crise (CRISE it), Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISEit) e Governança (GOvit) como variável de controle. A amostra considerou como adotavam valores de CSR	As práticas possibilitam uma melhoria na solvência empresarial. A GC foi o único fator motivador para o engajamento em sustentabilidade para as empresas no grupo geral. Já o grupo de empresas sustentáveis associado a solvência empresarial a melhores práticas atraentes.
Oware & Appiah, 2021	<i>Meditari accountancy research</i> 2049-372X	A1	Examinar o efeito da prática de (CSR) na probabilidade de dificuldades financeiras de empresas listadas na Índia. Utiliza a teoria da sinalização	FD = <i>FinancialDistress</i> , CSR = <i>Corporate Social Responsibility</i> ; CSRA = Representa a prática de garantia de CSR. O CSRAP o envolvimento de garantia de CSR, garantia e o nível de garantia. CTRL representa as variáveis de controle do estudo.	O estudo usou o mercado de ações indiano como campo de testeProibição aplicada regressão probit de painel para examinar o conjunto de dados com 800 observações de empresa-ano a partir de 2010 a 2019.	As primeiras conclusões do estudo mostram que as empresas correlação negativa entre CSR e FD. No entanto a CSR garantem uma correlação positiva, mas fraca com significância nas empresas Indianas. Este estudo também adiciona aos fatores que causam ou reduzem a dificuldade financeira das empresas listadas, incluindo CSRAPs

<p>Tarigui, Appolloni, Shirzad &amp; Azad, 2021</p>	<p><i>Sustainability (basel)</i> 2071-1050</p>	<p>A2</p>	<p>Investigar o efeito da divulgação de responsabilidade social corporativa (CSR) sobre o risco financeiro (FD) entre empresas listadas na Bolsa de Valores de Teerã (TSE). Este artigo também examina se existe uma ligação negativa entre CSRD e GC</p>	<p>FDR = <i>Financial Distress</i>, CSR = <i>Corporate Social Responsibility</i>; CSRD = Propriedade institucional PIB = Taxa de inflação; ROA LEV = Alavancagem + SIZE = Tamanho; AGE Idade; RPT-empréstimo; M&amp;A = 15 mandatos do gerente + indicador da indústria + indicador do ano.</p>	<p>A amostra do estudo é composta por 200 empresas listadas no TSE entre 2013 e 2018, e o modelo estatístico é a regressão logística. Quando o FD é avaliado sob o Artigo 141 da lei de negócios do Irã e o modelo Altman Z-score, nossos resultados nas principais hipóteses de pesquisa são bastante semelhantes.</p>	<p>Os resultados mostram que empresas com alto nível de divulgação de CSR não conseguem se tornar mais dignas de crédito e não têm melhor acesso a financiamento, resultando em mais insolvência financeira. Os acionistas institucionais desempenham um papel para evitar falência e também demonstram que o risco de dificuldades financeiras é menor.</p>
<p>Farooq &amp; Noor, 2021</p>	<p><i>Emerald</i> 0114-0582</p>	<p>Não tem</p>	<p>Explorar o papel da na probabilidade de dificuldades financeiras para uma amostra de 139 empresas listadas na Bolsa de Valores do Paquistão (PSX) ao longo de 2008-2019.</p>	<p>FD = <i>Financial Distress</i>; CSR = <i>Corporate Social Responsibility</i> (FDit) é medida através do Z-score.; Yit é uma variável dummy que mostra a probabilidade de dificuldades financeiras das empresas da amostra.</p>	<p>O estimador do método dinâmico generalizado dos momentos (GMM) é usado para examinar o impacto da CSR nas dificuldades financeiras. O investimento em CSR é medido por meio de uma abordagem financeira multidimensional que compreende a soma da contribuição feita pela empresa, enquanto o Altman Z-score é usado como indicador de desempenho financeiro</p>	<p>Para os formuladores de políticas, eles devem encorajar as empresas a adotar um comportamento mais socialmente responsável, não apenas impedindo de passar por dificuldades, mas também traz um melhor comportamento de investimento, minimiza as falências e torna as economias mais fortes e estáveis.</p>

Wu, Shao, Yang, Ding & Zhang, 2020	Sustainability (basel) 2071-1050	A2	O objetivo do estudo é explorar o impacto da responsabilidade social corporativa (CSR) e dificuldades financeiras no desempenho financeiro corporativo (CFP) em empresas chinesas listadas na indústria	ROA é a variável dependente e representa o CFP em todas as regressões deste artigo. Como variáveis independentes, CSR é a pontuação de classificação do banco de dados RKS e Z é a pontuação de Altman nas equações (3) e (4), respectivamente.	Cobrindo um total de 1.445 observações de fabricação de 2013 a 2018, comparando o banco de dados e modelos de regressão do Banco de Dados de Pesquisa de Mercado de Ações e Contabilidade da China (CSMAR) e Ranking CSR Ratings (RKS), descobrimos que o CSR tem um impacto positivo significativo no CFP	Os resultados empíricos sugerem que as empresas devem adotar ativamente a CSR em resposta ao chamado do país. Ao mesmo tempo, a estabilidade corporativa deve ser aumentada para aumentar o papel da RSE na promoção da CFP.
Harymawan, Putra, Fianto & Ismail, 2021	Sustainability (basel) 2071-1050	A2	Este estudo examina a relação entre dificuldades financeiras e divulgação ambiental, social e de governança (ESG). Nossa hipótese é que as empresas com dificuldades financeiras são tentadas a melhorar a divulgação ESG,	ESG = <i>Environmental, social and governance Distress</i> ; CONTROLES = Variáveis de controle e FIXED_EFFECTS + $\epsilon$ Este estudo emprega nove variáveis que compreendem uma dependente, uma interessada e sete variáveis de controle.	Este estudo usa empresas indonésias não financeiras listadas de 2010 a 2018, que publicam relatórios de sustentabilidade (SR). Nossa medição variável de relatório ESG é SR. 2010 foi selecionado como ano inicial devido a apenas seis empresas listadas que publicaram RS em 2009 Além do SR, também estamos utilizando o banco de dados Osiris para variáveis financeiras e GC	Nossos resultados são robustos devido à variável defasada, os dois estágios de Heckman e a regressão de correspondência exata grosseira mostrando resultados consistentes. Além disso, nossos resultados são consistentes com três anos de janelas contínuas de dificuldades financeiras e todas as seções do relatório ESG, exceto a seção de informações gerais.

Boubaker, Cellier, Manita & Saeed, 2020	<i>Economic modelling</i> 0264-9993	A1	Este artigo examina como a responsabilidade social corporativa(CSR) afeta o nível de risco financeiro (FDR).	FDR = B0 + B1 CSR + B2 MTB + B3 VOL + B4 RET + B5 SLACK + B6 SIZE + B7 TANG + B8 DIV + B9 R&D + B10 DEP + B11 YEAR + B12 IND + Eit ONDE, FDR é uma medida de risco de dificuldades financeiras (Z-score) e CSR é a pontuação de responsabilidade social corporativa	Obtemos dados sobre medidas de CSR do MSCI ESG. Os dados financeiros do Datastream e World scope. O banco de dados MSCI ESG que é utilizado na literatura de CSR. As firmas listadas nos EUA São incluídos em nossa amostra, todas as empresas tenham informações completas. gerando um painel desbalanceado de 9.262 observações de 1991 a 2012.	Os resultados indicam que as empresas com níveis mais altos de CSR têm menor FDR, sugerindo que um melhor desempenho de CSR torna as empresas mais dignas de crédito e têm melhor acesso ao financiamento, o que é recompensado com menos recursos financeiros.
Choi, Kim, Yang & Cho, 2021	<i>Sustainability (basel)</i> 2071-1050	A2	Este estudo teve como objetivo testar como a responsabilidade social corporativa (CSR) pode afetar o impacto da dificuldade financeira corporativa no gerenciamento de resultados.	EM = Gerenciamento de Resultado; CSR = <i>Corporate Social Responsibility</i> ; FD = <i>Financial distress</i> ; SIZE = Tamanho; LEV = Alavancagem; ROA = Retorno sobre o ativo	Este estudo utilizou 3.940 empresas-ano listadas no mercado de ações coreano entre 2009 e 2017, excluindo empresas financeiras. Os anos-firma originais totalizaram 20.144, mas foram reduzidos para 3.940 após a exclusão de todos os valores ausentes das variáveis dependentes, independentes e de controle. Winsorizamos as variáveis principais em 1% para controle.	Os resultados dos testes usando empresas listadas na Coréia mostram que a CSR enfraqueceu o efeito positivo do estresse no gerenciamento de resultados. Depois de testar cada uma das subcategorias de CSR, foram encontrados resultados significativos principalmente no desempenho ambiental, refletindo o crescente interesse global em questões ambientais.

Tao, Sun, Zhu & Yang, 2017	<i>Emerging markets finance and trade</i> 1540-496X	A2	Demonstrar as evidências de CSR em empresas chinesas. Usando empresas em dificuldades financeiras (tratamento especial ou empresas ST) como uma amostra única	$\text{SUBSIDY/CASH} = \text{Subsidio} / \text{Caixa LN (PCINDEX}_{i,t}) + \beta_2 \text{LN(ASSETS}_{i,t}) + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ <p>estão positivamente correlacionados com LN(PCINDEX), LN(ASSETS), ROA e CRESCIMENTO.</p>	Nossa amostra consiste em todas as empresas de ações listadas na Bolsa de Valores de Xangai e na Bolsa de Valores de Shenzhen entre 2001 e 2014 do banco de dados CSMAR ( <i>China Securities Market and Accounting Research</i> ). As informações do CEO da empresa, do presidente do conselho e dos diretores são coletadas do banco de dados WIND ao qual construímos o índice de conexão política.	Com base em 677 observações do ano da empresa de 2001 a 2014, relatamos um efeito significativo e positivo das conexões políticas e da quantidade de subsídios do governo recebidos pelas empresas de ST na China. Além disso, empresas em dificuldades financeiras torna-se mais forte em estatais e para empresas com maior chance de sobrevivência.
----------------------------	--	----	---	---	--	--