



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 18, n. 2, Jul./Dez, 2026

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 20.01.2025. Revisado por pares em: 27.10.2025. Reformulado em: 19.11.2025. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2026v18n2ID38891

Efeito das reservas de caixa no desempenho de mercado de empresas industriais brasileiras durante os estágios da crise da Covid-19

Effect of cash reserves on the market performance of brazilian industrial companies during the stages of the Covid-19 crisis

Efecto de las reservas de caja en el desempeño del mercado de las empresas industriales brasileñas durante las etapas de la crisis del Covid-19

Autores

Edgar Pamplona

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau (FURB). Professor da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, Campus de Três Lagoas (UFMS-CPTL). Endereço: Avenida Ranulpho Marques Leal, 3484, Distrito Industrial II, Três Lagoas/MS, CEP 79.613-000. Telefone: (47) 98413-0580. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2579-5458>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1671521497197428>

E-mail: edgar.pamplona@ufms.br

Leonardo Holsback da Silva

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UFMS). Endereço: Avenida Ranulpho Marques Leal, 3484, Distrito Industrial II, Três Lagoas/MS, CEP 79.613-000. Telefone: (67) 99698-2490. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-6507-6318>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8670744172941172>

E-mail: holsback8@hotmail.com

Tamires Sousa Araújo

Doutora em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Professora da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, Campus de Três Lagoas (UFMS-CPTL). Endereço: Avenida Ranulpho Marques Leal, 3484, Distrito Industrial II, Três Lagoas/MS, CEP 79.613-000. Telefone: (34) 99686-0229. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0926-151X>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7499540310685652>

E-mail: tamires.sousa@ufms.br

Cleston Alexandre dos Santos

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau (FURB). Professor da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, Campus de Três Lagoas (UFMS-CPTL) e Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, Cidade Universitária, Campo Grande (UFMS). Endereço: Avenida Ranulpho Marques Leal, 3484, Distrito Industrial II, Três Lagoas/MS, CEP 79.613-000. Telefone: (47) 99780-1576. Identificadores (ID):
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7014-6644>
Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7454296010892827>
E-mail: cleston.alexandre@ufms.br

Resumo

Objetivo: Analisar o efeito das reservas de caixa no desempenho de mercado de empresas brasileiras durante os estágios da crise da Covid-19.

Metodologia: Pesquisa descritiva, documental e quantitativa. A amostra incluiu 74 empresas industriais brasileiras listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3), com dados de 2017 a 2022, sendo 2017 a 2019 o período pré-crise, 2020 o período de crise e 2021 e 2022 o período de retomada da crise. Para consecução do objetivo de pesquisa, foram utilizadas técnicas estatísticas, com ênfase em modelos de regressão linear múltipla.

Resultados: Indicam que as reservas de caixa influenciam de forma positiva o desempenho de mercado, e que durante a crise da Covid-19, o referido efeito positivo é maximizado. Em contrapartida, quando da retomada econômica, ainda que o efeito positivo permaneça, ele é bastante reduzido, sendo o menor nos três cenários avaliados. Adicionalmente, se tem que o tamanho da empresa e o crescimento das vendas apresentam potencial a fim de explicar o desempenho de mercado de empresas industriais brasileiras, sendo ambos com efeito positivo.

Contribuição do Estudo: A resiliência corporativa, sobretudo em períodos instáveis, tem sido altamente perseguida, sendo demonstrado que o dimensionamento das reservas de caixa ampara a resiliência no âmbito financeiro. Logo, direciona-se gestores a considerar os estágios econômicos a fim de melhor gerir o volume de recursos financeiros disponíveis que devem manter nas organizações que administram. Especificamente, os *insights* evidenciados possuem potencial de fortalecer as organizações na busca constante da retenção e da atração de investidores em diferentes estágios econômicos, propiciando constante maximização no desempenho de mercado das empresas. Em suma e considerando o contexto econômico globalizado existente na atualidade, tais considerações contribuem para que em futuras crises as empresas brasileiras estejam melhor posicionadas.

Palavras-chave: Reservas de caixa; Desempenho de mercado; Pré-crise, crise e retomada da crise.

Abstract

Purpose: Analyze the effect of cash reserves on the market performance of Brazilian companies during the stages of the Covid-19 crisis.

Methodology: Descriptive, documentary and quantitative research. The sample included 74 Brazilian industrial companies listed on Brazil, Bolsa, Balcão (B3), with data from 2017 to 2022, with 2017 to 2019 being the pre-crisis period, 2020 the crisis period and 2021 and 2022 the period of resumption of the crisis. To achieve the research objective, statistical techniques were used, with emphasis on multiple linear regression models.

Results: Indicate that cash reserves positively influence market performance, and that during the Covid-19 crisis, this positive effect is maximized. On the other hand, during the economic resumption, although the positive effect remains, it is quite reduced, being the smallest in the three scenarios evaluated. Additionally, it is noted that company size and sales growth have the potential to explain the market performance of Brazilian industrial companies, both having a positive effect.

Contributions of the Study: Corporate resilience, especially during unstable periods, has been highly sought after, and it has been demonstrated that the sizing of cash reserves supports financial resilience. Therefore, managers are direct to consider economic stages in order to better manage the volume of available financial resources that they must maintain in the organizations they manage. Specifically, the insights highlighted have the potential to strengthen organizations in the constant search for retaining and attracting investors at different economic stages, providing constant maximization in the market performance of companies. In short, and considering the current globalized economic context, these considerations contribute to Brazilian companies being better positioned in future crises.

Keywords: Cash reserves; Market performance; Pre-crisis, crisis and resumption of the crisis.

Resumen

Objetivo: Analizar el efecto de las reservas de caja en el desempeño del mercado de las empresas brasileñas durante las etapas de la crisis del Covid-19.

Metodología: Investigación descriptiva, documental y cuantitativa. La muestra incluyó 74 empresas industriales brasileñas que cotizan en Brasil, Bolsa, Balcão (B3), con datos de 2017 a 2022, siendo 2017 a 2019 el período previo a la crisis, 2020 el período de crisis y 2021 y 2022 el período de reanudación de la crisis. Para lograr el objetivo de la investigación, se utilizaron técnicas estadísticas, con énfasis en modelos de regresión lineal múltiple.

Resultados: Indican que las reservas de caja influyen positivamente en el desempeño del mercado y que durante la crisis de Covid-19 este efecto positivo se maximiza. Por otro lado, durante la reanudación económica, aunque el efecto positivo se mantiene, es bastante reducido, siendo el menor en los tres escenarios evaluados. Además, se observa que el tamaño de la empresa y el crecimiento de las ventas tienen el potencial de explicar el desempeño de mercado de las empresas industriales brasileñas, teniendo ambos un efecto positivo.

Contribuciones del Estudio: La resiliencia empresarial, especialmente durante períodos de inestabilidad, ha sido muy buscada, y se ha demostrado que el dimensionamiento de las reservas de caja apoya la resiliencia en la esfera financiera. Por lo tanto, dirige a los gerentes a considerar las etapas económicas para administrar mejor el volumen de recursos financieros disponibles que deben mantener en las organizaciones que administran. Específicamente, los *insights* destacados tienen el potencial de fortalecer a las organizaciones en la búsqueda constante de

retener y atraer inversionistas en diferentes etapas económicas, proporcionando una maximización constante del desempeño de mercado de las empresas. En resumen, y considerando el contexto económico globalizado actual, estas consideraciones contribuyen a que las empresas brasileñas estén mejor posicionadas ante futuras crisis.

Palabras clave: Reservas de caja; Desempeño del mercado; Precrisis, crisis y reanudación de la crisis.

1 Introdução

A gestão do capital de giro é uma das áreas mais importantes da gestão organizacional, pois afeta diretamente a liquidez e a rentabilidade das empresas (Salehi, Mahdavi, Dari & Tarighi, 2019). Para Amponsah-Kwatiah e Asiamah (2020), a adequada gestão do capital de giro tende a reduzir os empréstimos de curto prazo exigidos por uma empresa, economizando pagamentos de juros e melhorando a lucratividade. Ainda, sob o aspecto social, a otimização dos recursos, atrelada à produtividade, atende às necessidades das pessoas (Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2020) e, por consequência, dos demais *stakeholders* corporativos.

Já em relação ao desempenho, se tem que as empresas com alta segurança financeira buscam atrair mais clientes, aumentando o prazo de vencimento das contas a receber a fim de alavancar suas vendas e, também, reduzindo o giro do passivo para poder operar com mais fornecedores, acarretando, assim, na maximização do desempenho corporativo (Zimon & Tarighi, 2021). Em que pese, a gestão adequada do capital de giro, em termos de estoques, credores, devedores e, sobretudo, fluxo de caixa, é fundamental para melhorar a lucratividade de uma empresa (Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2020).

Neste cenário, mesmo sabendo que o dinheiro é indispensável para as empresas, as conclusões de sua relação com o desempenho corporativo estão repletas de contradições (Zhang, Wang & Ceng, 2021). Karraheemi, Rasid, Basiruddin e Husin (2021) mencionam que fluxos de caixa livre podem aumentar os custos de agência – conflitos de interesses – e, por consequência, diminuir o desempenho corporativo. Em contrapartida, pesquisadores têm observado, em maior escala, que reservas de caixa volumosas melhoram o desempenho das empresas. Alnori (2020) ressalta que um dos motivos comumente ditos para a retenção de caixa é a permissibilidade de financiar investimentos lucrativos, mesmo quando as fontes alternativas de financiamento externo são escassas.

Os efeitos das reservas de caixa ficam ainda mais evidentes durante os períodos de desaceleração econômica. Em tempos de crise, o caixa e a liquidez desempenham papel fundamental (Hofmann, Toyli & Solakivi, 2022). Recentemente, uma doença infecciosa, a Covid-19, assolou a humanidade, sendo caracterizada pela Organização Mundial da Saúde (OMS), em março de 2020, como pandemia. A pandemia da Covid-19 causou estragos em todo o mundo (Song, Yeon & Lee 2021), incluindo econômicos, ao afetar as operações das empresas (Qin, Huang, Shen & Fu, 2020). De fato, conforme Song *et al.* (2021), a disseminação da Covid-19 criou um déficit acentuado na receita das empresas em inúmeros setores.

De forma corroborativa, Zheng (2022) observou que em geral, empresas sofreram um choque negativo na pandemia e que, as reservas de caixa corporativas, influenciam no peso de tal choque. Especificamente, para Veerhoek (2022), o valor da liquidez de caixa aumentou significativamente durante a pandemia. Afirma que grandes reservas de caixa podem ajudar as empresas a resistir à crise ocasionada pela pandemia de Covid-19, uma vez que o caixa protege as empresas contra déficits na geração de fluxos de dinheiro. Todavia, por outro lado, menciona

que a pandemia reduz as oportunidades de investimento e, assim, os custos de agência podem ser agravados em períodos de crise, inclusive prejudicando o valor de mercado das empresas.

Assim sendo, o fator crise torna-se elemento adicional considerável na já complexa relação entre reservas de caixa e desempenho corporativo. Além do mais, o Brasil, como economia emergente das mais afetadas pela crise da Covid-19, é outro fator especial de análise. De acordo com Avelar, Ferreira, Silva e Ferreira (2021), no mês de março de 2020, o Ibovespa, principal índice da Brasil, Bolsa Balcão (B3), regrediu em mais de 31,5%, em que, conforme Fernandes (2020), o mercado de ações brasileiro apresentou-se o pior desempenho na lacuna temporal inicial da crise da Covid-19.

Assim sendo, entender tal contexto na crise da Covid-19, buscando identificar estratégias vencedoras na gestão de reservas de caixa em face ao desempenho de mercado das empresas em um ambiente tão penalizado como o brasileiro é imprescindível. Diante das conjecturas postas, emerge-se o seguinte problema de pesquisa: **qual o efeito das reservas de caixa no desempenho de mercado de empresas brasileiras durante os estágios da crise da Covid-19?** A fim de responder à questão ora proposta, este estudo tem por objetivo verificar o efeito das reservas de caixa no desempenho de mercado de empresas brasileiras durante os estágios da crise da Covid-19.

Inicialmente, o estudo se justifica pela relevância do tema. De acordo com Zhang *et al.* (2021), a retenção de caixa é essencial para o desempenho corporativo. Contudo, embora pesquisadores se preocupem com a referida questão a muito tempo (Zhang *et al.*, 2021), apenas recentemente o debate tem recebido maior atenção na literatura de finanças (Vijayakumaran & Atchyuthan, 2017). Portanto, novas evidências são necessárias, sobretudo em países em desenvolvimento, em que oscilações econômicas tendem a ser mais abruptas e complexas.

Ademais, caracteriza-se como tema intrincado. De acordo com evidências empíricas de Joseph, Kneer, Van Horen e Saleheen (2020), empresas com alta liquidez de caixa na pré-crise investiram mais do que seus concorrentes durante a crise financeira global, ganhando participação de mercado e acumulando mais lucros no longo prazo. Porém, de acordo com Alnori (2020), manter elevada quantidade de dinheiro pode diminuir a pressão para desempenho, permitindo que gestores invistam em projetos que atendam interesses próprios.

Por fim, pautando-se no contexto estudado, Prabowo (2023) infere que o surto de Covid-19 trouxe uma grande crise global, transmitindo impacto destrutivo no mundo todo. Logo, se impacta de forma relevante no valor de mercado das empresas (Prabowo, 2023). O tema, atrelado a crise econômica causada pela Covid-19 e o cenário em desenvolvimento brasileiro são, agregados, diferenciais a serem considerados neste estudo. Ainda, especificamente ao Brasil, Avelar *et al.* (2021) constataram elevadas perdas de valor das empresas no mercado de capitais do país durante a pandemia de Covid-19. Logo, com os achados desta pesquisa melhor se entenderá como a crise da Covid-19 afetou as atividades empresariais, podendo contribuir com formuladores de políticas e gestores corporativos a fim de determinar a melhor maneira de lidar com uma pandemia e seus efeitos econômicos.

2 Referencial Teórico

2.1 Desempenho Corporativo

O objetivo de toda empresa com fins lucrativos é alcançar o bom desempenho (Doan, 2020) e assim maximizar a riqueza dos proprietários (Vodwal, Bansal e Sinha, 2019). Medições de desempenho bem projetadas e planos de incentivo de longo prazo são essenciais a fim de motivar os executivos na busca de estratégias adequadas. Logo, desde a década de 1950, o preço

das ações tem se posto como uma das principais variáveis de desempenho corporativo (Rappaport, 1983). Atualmente, a avaliação do desempenho está entre os maiores anseios no mundo empresarial, dado que este observa o uso de recursos financeiros para a realização de projetos, com vistas a maximização do lucro da empresa e, assim, da riqueza de seus participantes (Rahman & Sharma, 2020).

Especificamente, o valor (desempenho) de mercado é refletido pelas execuções das empresas, em que se busca a maximização da riqueza dos acionistas (Rasool, Raychaudhuri & Singh, 2020). Diretores executivos e estudiosos em finanças tratam, tradicionalmente, a maximização do valor para o acionista como resultado final de uma estratégia corporativa bem-sucedida (Priem, Krause, Tantalo & McFadyen, 2019). O valor de uma empresa está fortemente ligado ao que se espera dela, da sua capacidade de geração de benefícios (Cunha, Martins & Assaf Neto, 2013).

Mesmo representando uma prioridade, visto que busca avaliar a existência de resultados rentáveis, a dimensão de desempenho corporativo segue complexa (Hada, 2020). Em que pese, de acordo com Ferreira, Santos, Lopes, Nazareth e Fonseca (2013), as empresas e os investidores precisam de um ambiente que os incentive a alocar recursos de maneira mais eficiente. Do outro lado, o desenvolvimento econômico dos países também depende do crescimento das empresas. As economias capitalistas mais desenvolvidas têm seu crescimento vinculado a um mercado de capitais organizado e que tenha credibilidade.

Neste cenário, a referida complexidade tem tornado essencial a realização de estudos abrangendo o desempenho corporativo, a fim de se verificar a efetividade de potenciais fatores explicativos em medidas diversas, sendo o *Market to Book Value* (MTB) fortemente utilizado (Wang, Abbasi, Babajide & Yekini, 2020; Passos, Nakamura & Mendes, 2022). Hulten e Hao (2008) afirmam que este interesse, com ênfase ao MTB, surge porque o mercado consistentemente atribui um valor mais elevado ao patrimônio líquido do que o valor que aparece nos balanços corporativos. Tal fato, para Gouveia, Silva, Szuster e Szuster (2018), pode ser explicado pela “nova economia”, em que as empresas possuem mais ativos intangíveis não reconhecidos pela contabilidade do que na “antiga economia”.

Além do mais, o MTB se tem demonstrado uma medida importante a fim de controlar os investimentos corporativos e as oportunidades de crescimento, que a posteriori, afetarão a lucratividade das empresas (Alnaim & Kouaib, 2023). Este conceito é suficiente aderente ao que se dá neste estudo, dado que se visualiza o MTB não apenas como uma medida que reflete o sucesso passado e/ou presente das organizações, mas, sobretudo, suas perspectivas futuras, dimensionadas de forma antecipada pelo mercado. Reiterando tal ideia, Tang (2022) menciona que a monta do MTB indica a visão dos investidores acerca da empresa como um todo.

2.2 Reservas de Caixa e Crises

A retenção de caixa, conforme Aslam, Kalim e Fizza (2019), é um dos fatores que mais chama atenção no balanço patrimonial de uma empresa, sendo item fundamental de análise para ampla gama de usuários da informação contábil. Isto ocorre porque o dinheiro é o ativo mais líquido (Doan, 2020), tendo-se alto poder de discricionariedade sobre o mesmo, podendo ser utilizado de forma positiva ou negativa. Em linha, Rahman e Sharma (2020) dissertam que uma empresa com gestão de caixa adequada pode aumentar o desempenho, enquanto a inadequação pode levar ao fracasso corporativo. De fato, conforme Chireka e Moloji (2024), a expertise gerencial por meio do uso eficiente de reservas de caixa apresenta efeito no valor da empresa.

Wu, Le, Shi e Alkaraan (2024) relatam que a flexibilidade financeira contribui para impulsionar o desempenho das empresas. Sob tal espectro positivo, conforme Ozkan e Ozkan

(2004), uma explicação comum é que o dinheiro proporciona financiamento de baixo custo para as empresas. Os gestores que minimizam os custos associados ao financiamento externo em mercados de capitais imperfeitos poderão visualizar que é ótimo manter flexibilidade financeira interna (Ozkan & Ozkan, 2004). Por assim ser, o uso eficiente dos recursos financeiros, que são escassos, dará aos gerentes a oportunidade de aumentar o valor geral da empresa e a riqueza dos acionistas (Salehi *et al.* 2019).

Além do mais, sabendo que a manutenção de caixa proporciona liquidez, defende-se que a mesma tende a ser benéfica para as empresas. As organizações com alta quantidade de dinheiro podem auferir forte desempenho mediante aproveitamento das oportunidades de investimentos. Rafailov (2017) menciona que recursos financeiros expressivos estimulam a atividade de inovação das organizações e aumentam o potencial de crescimento de longo prazo. Ainda, An e Phuong (2020) relatam que a manutenção de fluxo de caixa livre é essencial para a execução de uma adequada política de dividendos, a fim de manter as partes satisfeitas, além da já mencionada consecução das oportunidades de investimentos.

Todavia, apesar dos potenciais efeitos positivos destacados das reservas de caixa, esse tema não é unânime e gera discussões, sobretudo quando comparado com abordagem fundamentalmente oposta. Neste cenário, conforme Carracedo (2010), acumular alto nível de caixa pode ser ineficiente na ausência de bons projetos. De acordo com Forti, Peixoto e Freitas (2011), já no início da década de 1990, manter caixa elevado era considerada uma prática de gestão perigosa e prejudicial à rentabilidade, e empresas que acumulavam grandes posições em disponibilidades eram vistas com desconfiança.

Ademais, se tem ainda os problemas de agência. La Rocca e Cambrea (2018) defendem que grande volume de dinheiro disponível amplifica o oportunismo dos gestores, causando uma gestão ineficiente dos recursos dos acionistas e, portanto, levando à redução do desempenho corporativo. Conforme Rafailov (2017), recursos financeiros abundantes podem retardar a reação da empresa às mudanças no ambiente e estimular o comportamento irresponsável da administração, gerando efeitos negativos no desempenho das empresas. De fato, conforme An e Phuong (2020), se inverte de positivo para negativo a utilidade do fluxo de caixa livre quando se mantém dinheiro puramente no interesse pessoal dos gestores.

Neste ambiente de pontos de vistas contraditórios, La Rocca e Cambrea (2018) defendem que os diferentes efeitos da liquidez de caixa sobre o desempenho corporativo podem ser atribuídos às distintas características das empresas e, ainda, aos díspares contextos institucionais existentes (La Rocca & Cambrea, 2018). Logo, um dos caminhos que tem chamado atenção condiz aos períodos de crise econômica. Rafailov (2017) relata que os recursos financeiros operam como valioso amortecedor, o que torna as empresas com volume propício de dinheiro mais consistentes em ambientes incertos e mutáveis (Rafailov, 2017), típicos de recessões econômicas.

Em conexão ao disposto, Fahlenbrach, Rageth e Stulz (2020) defendem que as empresas com maior flexibilidade financeira devem ser capazes de financiar o déficit de receitas resultante de choques econômicos. Conforme Gruener e Raastad (2018), quando levado em consideração que a flexibilidade financeira oferece opções para adaptação a mudanças imprevistas, seu valor deve atingir alto grau em tempos de maior incerteza (Gruener & Raastad, 2018), bem como maximizar a recuperação na retomada da crise. De fato, Chang e Yang (2022) diferem que empresas com maiores disponibilidades de caixa tem recuperação de desempenho operacional mais rápido após crise.

As considerações postas apontam a resiliência financeira, dada pelos componentes estruturais e estratégicos de uma organização, que lhe permitem percorrer pela volatilidade econômica de forma segura (Lobarkhon, 2025). No contexto da crise da Covid-19, Rafailov

(2023) menciona que as reservas financeiras, com ênfase na disponibilidade de caixa, desempenham papel substancial na resiliência financeira, servindo de proteção contra choques negativos (Rafailov, 2023), sendo tal perspectiva corroborada por Troi e Imelda (2023), que dimensionam a resiliência corporativa pelo caixa. Logo, as reservas de caixa tendem a ganhar ainda mais valor em períodos de crise econômica.

Por outro lado, dado que o crescimento empresarial após a crise da Covid-19 é influenciado positivamente pelo acesso ao financiamento externo (Cheratian & Goltabar, 2025), torna-se razoável compreender que uma vez superada a crise, a utilidade de se manter elevados níveis de reserva de caixa perde força, pois é no momento da retomada econômica que as empresas buscarão captar parcela relevante do novo mercado, fazendo investimentos, sobretudo em um primeiro momento, suportados pelo caixa disponível. Em que pese, obtém-se flexibilidade nas decisões de investimento tendo-se caixa (Troi & Imulda, 2003), caixa esse a ser usufruído na retomada de crises.

2.3 Estudos Anteriores

Em todo o mundo, pesquisas têm sido desenvolvidas visando melhor compreender a relação da retenção de caixa no desempenho das empresas, sendo que algumas delas adicionam, ainda, o fator crise. Neste cenário, Vijayakumaran e Atchyuthan (2017) examinaram a relação entre liquidez de caixa e o desempenho de empresas da *Colombo Stock Exchange* (CSE), no Sri Lanka. A amostra de pesquisa foi composta por 311 organizações, com dados de 2011 a 2015. Os resultados apontam que a liquidez de caixa está positivamente relacionada com o desempenho das empresas listadas na CSE.

La Rocca e Cambrea (2018) investigaram a relação entre liquidez de caixa e desempenho de empresas situadas na Itália. A amostra de pesquisa foi formada por 261 organizações, com informações ao longo de 36 anos (1980-2015). Os achados evidenciam efeito positivo do acúmulo de caixa no desempenho. Além do mais, os autores ressaltam que fatores controlados e/ou moderados podem modificar o sinal e a intensidade do fenômeno, com atenção a mudanças advindas do contexto institucional do país do qual as empresas analisadas estão inseridas.

Aslam *et al.* (2019) objetivaram verificar o impacto da retenção de caixa no desempenho de empresas paquistanesas. A amostra de pesquisa foi composta por dois subgrupos, sendo 30 organizações islâmicas do índice *Karachi Meezan Index* (KMI) e 42 organizações não islâmicas do índice *Karachi Stock Exchange* (KSE). Em síntese, os resultados podem ser assim colocados: o caixa afeta negativamente medidas predominantemente baseadas no desempenho econômico; e, o caixa afeta positivamente medidas predominantemente baseadas no desempenho de mercado.

Amponsah-Kwatiah e Asiamah (2020) examinaram o efeito da gestão do capital de giro na lucratividade das empresas manufatureiras em Gana. O estudo abarcou 20 organizações listadas na bolsa com dados de 2015 a 2019. Dentre os achados, se tem que o gerenciamento de caixa, em face a velocidade de conversão, apresenta efeito positivo no desempenho das empresas. Além disso, *proxies* de itens do ativo circulante comparadas com o passivo circulante e com o ativo total também apresentam efeito positivo no desempenho das empresas.

Chang e Young (2022) examinaram o papel das reservas de caixa em períodos de crise, com foco na observância se as empresas com reservas de caixa mais elevadas recuperam mais rapidamente o desempenho operacional após a crise. A amostra de pesquisa abrangeu organizações de países que passaram por abalos econômicos entre 1990 e 2010. Especificamente, tais abalos são: crise cambial, crise bancária, crise da dívida externa e crise

da dívida interna. Confirmaram a premissa de que maiores disponibilidades de caixa intensificam a recuperação do desempenho operacional corporativo após crises. Isso se dá, sobretudo, pela possibilidade de maiores investimentos em bens de capital e pesquisa e desenvolvimento pós-crise por empresas mais endinheiradas.

Por fim, Veerhoek (2022), em perspectiva vivenciada recentemente, investigou o valor das reservas de caixa das empresas durante a pandemia de Covid-19. A amostra foi robusta, abarcando empresas de 51 países. Os achados apontam que via de regra, o valor do caixa, em referência a tê-los, aumentou significativamente durante a pandemia. Aliás, observou que o aumento do valor do caixa foi menor para as empresas que estiveram mais expostas à pandemia da Covid-19, enquanto foi maior para as empresas localizadas em países com um sistema de governança corporativa fraco.

3 Procedimentos Metodológicos

O presente estudo, que objetiva verificar o efeito das reservas de caixa no desempenho de mercado de empresas brasileiras durante os estágios da crise da Covid-19 é identificado como descritivo, visto que examina variáveis sem manipula-las. Ademais, a pesquisa se caracteriza como documental, na qual as informações usadas para cálculo das variáveis são advindas da base de dados Economática®. Finalmente, no que tange à abordagem do problema, esta é quantitativa, pois se averigua a influência das variáveis por intermédio da instrumentalização de técnicas estatísticas.

A população da pesquisa abrangeu empresas industriais brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Quanto à amostra, sua composição é determinada por organizações que possuíam dados para a operacionalização das variáveis nos 6 anos em estudo, sendo, especificamente, de 2017 a 2022. Cabe destacar que foram utilizadas, adicionalmente, informações de 2016, mas tão somente para cálculo da variável Crescimento das Vendas, pois a instrumentalização desta requer, além do período atual, o anterior.

Ademais, ainda com vistas a se alcançar a amostra final, foram excluídas as empresas em que as variáveis foram consideradas *outliers* por estarem mais de três desvios-padrões afastadas da média. Além disso, dado que o procedimento anterior foi brando (com três desvios-padrões), complementarmente, foi realizada a *winsorização* dos dados a 1% em ambas as caudas da distribuição, isto é, se definiu os extremos como 1% e 99%, a fim de realocar os possíveis *outliers* que poderiam permanecer. Com tais configurações aplicadas, a amostra final foi formada por 74 empresas, com dados balanceados, totalizando 444 observações.

Já em relação a análise dos dados, inicialmente foi estruturada a estatística descritiva das variáveis, sendo a dependente de desempenho – *Market to Book Value* –, a independente de reservas de caixa – Reservas de Caixa – e as de controle – Endividamento, Liquidez, Tamanho e Crescimento das Vendas. Cabe destacar que variáveis de controle, apesar de não fazerem parte do objetivo da pesquisa e, pelo referido motivo serem abordadas de forma mais breve, são inseridas pois provavelmente afetam o fenômeno estudado (Khalid, Okafor & Burzynska, 2021), assim proporcionando robustez aos modelos. Para este estudo, a escolha se deu pela relevância de aparecimento das variáveis em pesquisas anteriores.

Sequencialmente, foram operacionalizados os modelos de regressão, que visam responder ao objetivo da pesquisa. Dito isto, para melhor compreensão, expõe-se a Tabela 1, que contém as variáveis do estudo, além de suas respectivas fórmulas (ou descrição) e dos autores que as embasam para aplicação empírica.

Tabela 1*Variável(is) dependente, independentes e de controle*

Variável	Fórmula (ou descrição)	Autores
Variável Dependente		
<i>Market to Book Value</i> (MTB)	$\frac{\text{Valor de Mercado da Empresa}}{\text{Patrimônio Líquido}}$ <p>em que Valor de Mercado da Empresa representa a cotação (valor) das ações em bolsa multiplicado pelo número total de ações</p>	La Rocca e Cambrea (2018); Wang <i>et al.</i> (2020)
Variáveis Independentes		
Reservas de Caixa (RC)	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes de Caixa}}{\text{Ativo Total}}$	La Rocca e Cambrea (2018); Alnori (2020); Doan (2020); e, Zheng (2022)
<i>Dummy</i> de Reservas de Caixa, Crise (RC_C)	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes de Caixa}}{\text{Ativo Total}} * \text{Dummy Crise}$ <p>em que <i>Dummy</i> Crise = 0, se observação for dos anos de 2017, 2018, 2019, 2021 e 2022; e, 1, se observação for do ano de 2020</p>	Adaptada da variável de referência RC, com o intuito de captar o efeito “crise da Covid-19”.
<i>Dummy</i> de Reservas de Caixa, Retomada (RC_R)	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes de Caixa}}{\text{Ativo Total}} * \text{Dummy Retomada}$ <p>em que <i>Dummy</i> Retomada = 0, se observação for dos anos de 2017, 2018, 2019 e 2020; e, 1, se observação for dos anos de 2021 e 2022</p>	Adaptada da variável de referência RC, com o intuito de captar o efeito “retomada da Covid-19”.
Variáveis de Controle		
Endividamento (END)	$\frac{(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante})}{\text{Ativo Total}}$	La Rocca e Cambrea (2018); Doan (2020); Qin <i>et al.</i> (2020); e, Zhang <i>et al.</i> (2021)
Liquidez (LIQ)	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Zhang <i>et al.</i> (2021); Zimon e Tarighi (2021)
Tamanho (TAM)	Logaritmo Natural do Ativo Total	La Rocca e Cambrea (2018); Alnori (2020); Qin <i>et al.</i> (2020); e, Zhang <i>et al.</i> (2021)
Crescimento das Vendas (CV)	$\frac{(\text{Vendas } t - \text{Vendas } t - 1)}{\text{Vendas } t - 1}$	La Rocca e Cambrea (2018); Alnori (2020); Doan (2020); e, Qin <i>et al.</i> (2020)
Efeito Fixo Setor	Classificação consoante ao setor econômico Bovespa, tendo-se: 1) Bens industriais; 2) Materiais básicos; 3) Consumo cíclico; 4) Consumo não cíclico; e, 5) Utilidade pública.	Qin <i>et al.</i> (2020); Wang <i>et al.</i> (2020)

Fonte: *Dados da pesquisa.*

Destaca-se que para a variável *Market to Book Value* (MTB) a informação utilizada é de 31 de março do ano subsequente ao período de referência, diferentemente das demais

variáveis numéricas em estudo, que são pautadas em informações contábeis e, portanto, possuem como data de encerramento 31 de dezembro de cada ano. Em que pese, a Lei 6.404/76, que dispõe sobre as sociedades por ações, em seus artigos 132 e 133, estabelece que a divulgação e publicação das informações financeiras anuais pelas empresas de capital aberto será, no máximo, até 31 de março do ano seguinte ao exercício de referência (Brasil, 1976).

Com base no exposto, operacionaliza-se a variável MTB na data de 31 de março do ano subsequente, com vistas a observar o valor de mercado das empresas já influenciado pelas informações financeiras divulgadas referente ao exercício social findado em 31 de dezembro. É consolidado na literatura que o momento da divulgação das informações contábeis impacta no preço das ações e, por consequência, no MTB corporativo. A efeito, no mercado brasileiro, Sarlo Neto, Teixeira, Loss e Lopes (2005) obtiveram fortes evidências que o preço das ações segue a direção dos resultados contábeis divulgados. Portanto, o dimensionamento metodológico aqui especificado abarca a diferença temporal entre contabilidade e mercado.

Na sequência, conforme a totalidade das variáveis apresentadas na Tabela 1, foram operacionalizados dois modelos de regressão, da seguinte forma: 1) variável dependente *Market to Book Value*, variáveis independentes reservas de caixa e *dummy* de reservas de caixa captando o período de crise e, ainda, as variáveis de controle endividamento, liquidez, tamanho, crescimento das vendas e efeito fixo de setor; e, 2) *Market to Book Value*, variáveis independentes reservas de caixa e *dummy* de reservas de caixa captando o período de retomada da crise e, ainda, as variáveis de controle endividamento, liquidez, tamanho, crescimento das vendas e efeito fixo de setor. Ressalta-se que a diferença entre ambos está na segunda variável independente – captação do período de crise e do período de retomada da crise, respectivamente. Assim sendo, segue as equações.

$$MTB_{it} = \beta_0 + \beta_1 RC_{it} + \beta_2 RC_C_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 CV_{it} + \Sigma EfeitoFixoSetor + \varepsilon \quad (1)$$

$$MTB_{it} = \beta_0 + \beta_1 RC_{it} + \beta_2 RC_R_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 CV_{it} + \Sigma EfeitoFixoSetor + \varepsilon \quad (2)$$

Salienta-se que o alinhamento de 2017, 2018 e 2019 como período pré-crise da Covid-19, de 2020 como período de crise da Covid-19 e de 2021 e 2022 como período de retomada da crise da Covid-19, além da própria trajetória da pandemia, são embasados pelas oscilações do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Notadamente, nos três anos postos como pré-crise da Covid-19, o Brasil auferiu crescimento do PIB (ainda que sutil), sendo o ano de 2020 marcado por queda brusca das atividades econômicas e, por fim, 2021 e 2022 pela recuperação da economia (retomada em “V”). Logo, com vistas a visualização condensada do relatado, apresenta-se a Tabela 2.

Tabela 2

Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil entre 2017 e 2022

Ano	Referência	PIB
2017	Pré-crise da Covid-19	1,3%
2018	Pré-crise da Covid-19	1,8%
2019	Pré-crise da Covid-19	1,2%
2020	Crise da Covid-19	-3,3%
2021	Retomada da crise da Covid-19	5,0%

2022	Retomada da crise da Covid-19	2,9%
------	-------------------------------	------

Fonte: *Contas Nacionais Trimestrais - IBGE.*

Finalmente, para a análise dos dados, se fez uso de planilha eletrônica para tabulação e consecução da estatística descritiva e do *software* Stata® versão 12 para as regressões. Em específico, efetuou-se a estatística descritiva das variáveis com o uso de média, mediana, desvio-padrão, mínimo e máximo. Posteriormente, foram operacionalizados os modelos de regressão linear múltipla, a fim de responder ao objetivo de pesquisa. Cabe destacar, ainda, que para os modelos de regressão foram observados seus pressupostos, sendo normalidade, multicolinearidade, autocorrelação dos resíduos e heterocedasticidade.

4 Descrição e Análise dos Dados

4.1 Estatística Descritiva e Modelos de Regressão

Na Tabela 3 se apresenta, para sequencial apreciação, a estatística descritiva das variáveis numéricas, sendo elas: a dependente MTB; a independente RC; e, as de controle END, LIQ, TAM e CV.

Tabela 3

Estatística descritiva

Variáveis	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
MTB	1,7971	1,4245	1,3001	0,3671	7,7486
RC	0,0855	0,0707	0,0662	0,0024	0,2659
END	0,5677	0,5854	0,1676	0,1010	0,8357
LIQ	2,0717	1,6731	1,4070	0,6675	8,8396
TAM	15,8501	15,8808	1,6945	12,3377	20,5730
CV	0,1686	0,1149	0,2493	-0,3468	1,3086

Nota: MTB = *Market to Book Value*; RC = Reservas de Caixa; END = Endividamento; LIQ = Liquidez; TAM = Tamanho; e, CV = Crescimento das Vendas.

Fonte: *Dados da Pesquisa.*

A Tabela 3 traz visão geral sobre as organizações em análise. Logo, inicialmente se tem que a variável de interesse – MTB – apresenta média de 1,7971, apontando que as empresas industriais brasileiras que compõem a amostra são valoradas pelo mercado em termos médios acima do registrado contabilmente. Especificamente, o valor de mercado médio supera o valor contábil médio em 79,71%. Para efeito de comparação, no estudo de Wang *et al.* (2020), o MTB médio das empresas paquistanesas foi de 2,8020 entre 2011 e 2014. Já no mercado emergente indiano, o MTB médio encontrado por Vodwal *et al.* (2019) foi de 2,5350 na lacuna temporal de 2002 a 2017. A média superior das empresas paquistanesas e indianas pode ter como causa a heterogeneidade de atuação daquelas empresas em comparação as aqui estudadas, em que organizações industriais tendem a possui maior tangibilidade e, portanto, menor diferença entre o valor de mercado e o valor contábil.

Quanto a variável independente – RC –, sua média é de 0,0855, ou seja, do total dos recursos aplicados pelas empresas industriais brasileiras, em geral, 8,55% está alocado em caixa e equivalentes de caixa. Sobre a medida, La Rocca e Cambrea (2018) observaram que as empresas italianas operam com média de 0,0760, enquanto Doan (2020) constatou que empresas vietnamitas apresentam média de 0,1061. Nota-se que o cenário brasileiro é intermediário entre os dois ora comparados, em que a economia mais desenvolvida – Itália –

apresenta o menor RC e a economia menos desenvolvida – Vietnã – apresenta o maior RC. Ademais, quando comparado a um país emergente, tem-se, em Prabowo (2023), que a média de reservas de caixa de empresas da Indonésia é de 0,1110, a maior entre os citados.

Já quanto as variáveis de controle, observa-se que: as empresas industriais brasileiras operam com endividamento médio de 56,77%; há, em média, aproximadamente R\$ 2,07 de ativo circulante para cada R\$ 1,00 de passivo circulante; o tamanho médio, medido pelo logaritmo natural do ativo total, é de 15,8501; e, o crescimento das vendas, nominal, é de 16,86% ao ano. Dito isto, apresenta-se na Tabela 4 o modelo de regressão que constata o efeito das RC no MTB, com foco extraordinário ao período de crise, que é captado pela variável dummy de Reservas de Caixa, Crise (RC_C). Portanto, segue para posterior apreciação.

Tabela 4

Efeito das Reservas de Caixa no Market to Book Value – foco período de Crise

Variáveis	Coef.	t test	Sig.
RC	2,5996	2,51	0,012**
RC_C	2,8664	1,69	0,092*
END	0,3220	0,47	0,636
LIQ	0,0237	0,41	0,683
TAM	0,1232	2,56	0,011**
CV	0,3670	1,77	0,078*
CONS	-0,8075	-1,34	0,182
R ²		0,0734	
Sig. Modelo		0,0000*	
Nr. Obs.		444	
Efeito Fixo Setor		Sim	
Jarque-Bera		0,0000	
Relaxado por TCL		Sim	
VIF		≤2,71	
<i>Durbin-Watson</i>		1,8106	
<i>White Test</i>		0,0000	
Matriz <i>White</i> (RR)		Sim	

Nota: RC = Reservas de Caixa; RC_C = Reservas de Caixa, Crise; END = Endividamento; LIQ = Liquidez; TAM = Tamanho; CV = Crescimento das Vendas; TCL = Teorema Central do Limite; VIF = *Variance Inflation Factor* (Fator de Inflação de Variância); e, RR = Regressão Robusta.

***Significância ao nível de 1%; **Significância ao nível de 5%; e, *Significância ao nível de 10%.

Fonte: *Dados da pesquisa.*

O modelo estatístico apresentado na Tabela 4 é significativo ao nível de 1%, permitindo inferências. Já quanto aos seus pressupostos, a normalidade – teste de Jarque-Bera – foi contrariada, todavia, dado este cenário, os dados foram relaxados conforme pressupostos do teorema central do limite. Para Couto, Oliveira, Torres e Morais (2015), a aplicação do teorema central do limite se dá quando o tamanho da amostra é igual ou superior a 30 casos, concordante com a condição deste estudo. Freund e Simon (2000) dizem que tais pressupostos são largamente aceitos, certificando o procedimento adotado.

Ademais, o *Variance Inflation Factor* (VIF) se apresenta igual ou inferior a 2,71, distante no limite máximo admissível de 5, atestando assim a não existência de problemas de multicolinearidade. O teste de autocorrelação dos resíduos – *Durbin-Watson* –, por sua vez, foi de 1,8106, estando no intervalo admissível de 1 a 3. Finalmente, foi detectado, pelo *White Test*, problemas de heterocedasticidade. Para superar tal condição, se fez regressão robusta, que de

acordo com Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009), introduz a matriz *White*, ajustando os erros padrão conforme heterocedasticidade do modelo.

Quanto aos resultados, se tem que as reservas de caixa afetam positivamente o MTB de empresas industriais brasileiras (vide “Coef.” de RC, que é positivo), sendo este efeito maximizado em período de crise (vide “Coef.” de RC_C, que é positivo e se junta ao anterior). Tais inferências possuem significância de 5% e 10%, respectivamente. Além do mais, duas das variáveis de controle são significativas, ambas afetando positivamente o MTB, sendo TAM e CV, também a 5% e a 10%, respectivamente. Por fim, ainda quanto ao que consta na Tabela 4, se tem que END e LIQ não apresentaram significância estatística para com o MTB. Dito isto, a Tabela 5 verifica o efeito das RC no MTB, com foco extra ao período de retomada, que é captado pela variável dummy de Reservas de Caixa, Retomada (RC_R). Assim, segue o referido modelo para posteriores inferências.

Tabela 5

Efeito das Reservas de Caixa no Market to Book Value – foco período de Retomada

Variáveis	Coef.	t test	Sig.
RC	4,0082	3,79	0,000***
RC_R	-3,0633	-2,10	0,036**
END	0,3889	0,57	0,567
LIQ	0,0280	0,49	0,623
TAM	0,1372	2,83	0,005***
CV	0,4805	2,37	0,018**
CONS	-1,0602	-1,72	0,085*
R ²		0,0747	
Sig. Modelo		0,0000*	
Nr. Obs.		444	
Efeito Fixo Setor		Sim	
Jarque-Bera		0,0000	
Relaxado por TCL		Sim	
VIF		≤2,76	
<i>Durbin-Watson</i>		1,8126	
<i>White Test</i>		0,0000	
Matriz <i>White</i> (RR)		Sim	

Nota: RC = Reservas de Caixa; RC_R = Reservas de Caixa, Retomada; END = Endividamento; LIQ = Liquidez; TAM = Tamanho; CV = Crescimento das Vendas; TCL = Teorema Central do Limite; VIF = *Variance Inflation Factor* (Fator de Inflação de Variância); e, RR = Regressão Robusta.

***Significância ao nível de 1%; **Significância ao nível de 5%; e, *Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

No que tange ao modelo de regressão da Tabela 5, este também é válido ao nível de 1%. Já seus pressupostos se comportaram de forma análoga ao modelo anterior, em que: não há problemas de multicolinearidade; o teste de autocorrelação dos resíduos se demonstrou adequado; para conformidade da normalidade, os dados foram relaxados mediante os pressupostos do teorema central do limite; e, problemas de heterocedasticidade foram corrigidos pela operacionalização de regressão robusta.

Já os resultados do modelo em foco sinalizam que as reservas de caixa afetam positivamente o MTB (vide “Coef” de RC, que é positivo), todavia, tal efeito é minimizado quando do período de retomada da crise (vide “Coef” de RC_R, que é negativo e se junta ao anterior). Salienta-se que tais resultados descritos são significativos ao nível de 1% e 5%,

respectivamente. As variáveis de controle, por sua vez, seguem o padrão observado no primeiro modelo operacionalizado, em que TAM e CV influenciam positivamente o MTB das empresas industriais brasileiras, sendo desta vez ao nível de significância de 1% e 5%, respectivamente, enquanto END e LIQ não apresentam significância estatística para com o MTB.

4.2 Discussão dos Resultados

Os achados empíricos trazem à tona a discussão de inúmeros aspectos. O primeiro deles consiste no efeito positivo das RC no MTB quando da observância da lacuna temporal completa – de 2017 a 2022 –, efeito este constatado em ambos os modelos operacionalizados – da Tabela 4 e da Tabela 5. Lembra-se que sob o prisma teórico, se tem posicionamentos antagônicos acerca da influência das reservas de caixa no desempenho corporativo, sendo, nos extremos, de um lado favorável e, de outro, desfavorável.

Especificamente, autores como Ozkan e Ozkan (2004), Rafailov (2017), Salehi *et al.* (2019) e An e Phuong (2020) relatam que a retenção de caixa proporciona ganhos por meio de flexibilidade financeira, melhor aproveitamento das oportunidades geradoras de valor, estímulo a inovação e ao crescimento e manutenção das partes satisfeitas via política de dividendos adequada. Pelo lado negativo, a manutenção de caixa, conforme Carracedo (2010) e La Rocca e Cambrea (2018), tende a trazer ineficiência na ausência de bons projetos, o que leva a consideração de problemas de agência, conforme oportunismo dos gestores na alocação dos recursos. Em que pese, os achados aqui identificados são correlatos as perspectivas apontadas por Ozkan e Ozkan (2004), Rafailov (2017), Salehi *et al.* (2019) e An e Phuong (2020).

Ademais e mais importante, é a constatação de que a utilidade da retenção de caixa é significativamente potencializada em período de crise. Especificamente, RC_C maximiza o já existente efeito positivo de RC no MTB – conforme Tabela 4 –, ou seja, o mercado tende a valorizar empresas com volumosos recursos financeiros de forma ainda mais preponderante comparativamente a empresas com restrições de caixa quando da crise. De forma genérica, isto pode se dar pela própria flexibilidade financeira já descrita, em que investidores preferem alocar recursos em organizações capazes de manter seus compromissos financeiros em tempos difíceis, inclusive, conforme An e Phuong (2020), quanto a dividendos.

Além do mais, com foco específico aos tempos de crise, Gruener e Raastad (2018) relatam que a flexibilidade financeira deve atingir seu maior grau de valor em tempos de elevada incerteza (Gruener & Raastad, 2018), como é na crise. Para Rafailov (2017), a consistência em ambientes incertos pode ser alcançada pela existência e uso de recursos financeiros, que operam como amortecedor das mutações, majoritariamente negativas, existentes na crise. De forma conexa, tem-se o caixa como propulsor da resiliência financeira (Rafailov, 2023; Troi & Imelda, 2023), maximizando a importância deste na crise.

Empiricamente, o resultado aqui evidenciado para o contexto brasileiro é similar ao de Veerhoek (2022), que em análise de multinações, observou que o valor do caixa, via de regra, aumentou consideravelmente durante a pandemia (Veerhoek, 2022), de Zheng (2022) nos Estados Unidos, que visualizou as reservas de caixa corporativas abundantes antes da crise como auxiliadora da superação da crise ocasionada pelo choque pandêmico da Covid-19 e de Troi e Imelda (2023) na Indonésia, ao concluir que o caixa e seu fluxo apresentam diferenças na resiliência corporativa quando da comparação do período da Covid-19 com outros.

Já quanto ao período de retomada econômica, se tem que neste a utilidade das reservas de caixa é significativamente reduzida. Especificamente, RC_R minimiza o existente efeito positivo de RC no MTB – conforme Tabela 5 –, ou seja, ainda que o mercado siga considerando proveitoso a manutenção de caixa pelas organizações quando da retomada da crise, seu

potencial em valorar positivamente o valor das empresas se torna mais suave. Mesmo assim, se observado o efeito total – RC e RC_R conjuntamente –, tal achado é condizente com a perspectiva defendida por Gruener e Raastad (2018) de que as reservas de caixa contribuem com a recuperação empresarial na retomada da crise.

Todavia, acerca da perspectiva levantada, é essencial destacar que a contribuição das reservas de caixa no MTB, visualizada pelo mercado brasileiro, é menor do que a existente em período pré-crise e, sobretudo, em período de crise. As explicações para tal condição podem ser dadas por alguns fatores, com ênfase para: 1) na retomada, o caixa perde relevância pois novos investimentos não são tão necessários, visto que até que se reestabeleça o nível de atividade anterior à crise, as empresas já possuem capacidade produtiva existente mediante ociosidade gerada durante a crise; e, 2) espera-se de empresas que não se enquadram na condição de capacidade produtiva subutilizada quando da retomada, que utilizem o caixa para ganhar mercado quando do reaquecimento da economia. A segunda condição, inclusive, vai em linha com Cheratin e Golbatar (2025), que observaram o acesso ao financiamento como maximizador do crescimento corporativo posterior a crise da Covid-19 (Cheratin & Golbatar, 2025), estando, por hierarquia, o próprio caixa já existente nas empresas como fonte primária de investimentos necessários pós-crise. Portanto, tais aspectos justificam o comportamento aqui evidenciado.

Finalmente, em relação as variáveis de controle, duas delas se demonstraram explicativas ao MTB. Precisamente, tanto o TAM quanto o CV aumentam o MTB das empresas industriais brasileiras. De fato, Passos *et al.* (2022) observaram no mercado brasileiro que o tamanho corporativo impulsiona o MTB. Para Doan (2020), as empresas maiores fazem uso de tecnologias avançadas a fim de tornar os processos mais eficientes, elevando o desempenho (Doan, 2020), além de usufruírem de outros ganhos, como de escala. Já a respeito do crescimento das vendas, Vijayakumaran e Atchyuthan (2017) e Doan (2020) defendem que a medida representa expansão que trazem receitas, auxiliando, assim, a potencializar o desempenho corporativo.

5 Considerações Finais

Este estudo teve por objetivo verificar o efeito das reservas de caixa no desempenho de mercado de empresas brasileiras durante os estágios da crise da Covid-19. Como estágios da Covid-19 entende-se as especificidades acerca do fenômeno nos períodos de crise e de retomada da crise. Neste cenário e considerando a lacuna temporal total, que abarca o antes, o durante e o depois da crise, constatou-se que as reservas de caixa influenciam positivamente o desempenho de mercado das empresas industriais brasileiras, sendo o referido desempenho medido pela variável *Market to Book Value*.

Já quando isolado o efeito das reservas de caixa no desempenho em face ao período de crise, se tem que sua função positiva é ainda mais valorizada pelo mercado, sugerindo que em tempos difíceis, a solidez financeira proporcionada pelo caixa é desejada pelos investidores, aumentando a procura por empresas nestas condições e, por consequência, o valor das organizações. Em contraponto, quando isolado o efeito em questão frente a retomada econômica, a importância de se manter caixa perde força, ainda que persista como positiva no *Market to Book Value*.

5.1 Contribuições no Avanço do Conhecimento

As contribuições desta pesquisa perpassam por uma ampla gama de fatores. A literatura antecedente sobre a relação das reservas de caixa no desempenho tem, historicamente, trazido

resultados conflitantes, dado a complexidade subjacente ao fenômeno. Além disso, mais recentemente, estudos tem passado a considerar nesta relação questões econômicas. Neste cenário, a crise econômica global, decorrente da pandemia da Covid-19, torna-se um momento diferenciado para estudos deste tipo. Inclusive, dado que a retomada econômica já ocorreu e, ainda, que o cenário brasileiro se caracteriza como em desenvolvimento, em que turbulências tendem a serem mais graves, fatores adicionais foram postos em análise.

Neste contexto, inicialmente se contribui com evidência de que as reservas de caixa são vistas como potencializadoras do valor de mercado das empresas no Brasil. Essa visão geral acerca do fenômeno, ainda que tradicional, traz indicação adicional sobre a soberania da influência positiva da manutenção de caixa no desempenho corporativo – aqui avaliado o desempenho de mercado –, visão esta que possui perspectivas concorrentes, inclusive antagônicas. Logo, a evidência em questão é útil aos gestores brasileiros com vistas a maximizar o valor de mercado das empresas que administram, gerando riqueza aos que aportam capital.

Além disso, é sabido que nações em desenvolvimento tendem a sofrer mais em períodos turbulentos, pois questões como fuga de capitais e desvalorização da moeda propendem a ocorrer. Os resultados evidenciados no Brasil apontam que o valor dos recursos financeiros mantidos pelas empresas aumenta significativamente em períodos de crise. Sob o ponto de vista prático, leva-se *insight* a gestores corporativos acerca da importância da correta gestão das reservas de caixa, sobretudo em tempos de crise econômica, pois a existência de tais recursos amortece os impactos negativos da crise, inclusive com investidores assim avaliando. Já formuladores de políticas necessitam criar ambiente saudável às empresas, permitindo-as terem flexibilidade financeira em tempos de crise.

Como estratégia de gestão, se tem que políticas como retenção substancial de lucros podem ser essenciais para o futuro organizacional, sobretudo quando períodos econômicos negativos chegam. As empresas devem estar preparadas as mais diversas situações que o ambiente pode proporcionar, demonstrando resiliência, em especial para suportar cenários ruins. Isso se torna ainda mais essencial em países em desenvolvimento, em que, via de regra, há saída de recursos na crise, ainda que a crise seja global, pois a fim de mitigar os riscos, investidores tendem a alocar seus investimentos em empresas localizadas em nações desenvolvidas. Em suma, de forma conjunta, formuladores de políticas e gestores corporativos devem observar tais resultados, trabalharem em conjunto a fim de manter as empresas, a economia e o bem-estar social da população.

Ademais e ainda de forma contributiva, esta pesquisa proporciona evidência do pós-crise, sendo aqui definida como de retomada econômica. Especificamente, se observou que quando deste período, o caixa persiste tendo efeito positivo no desempenho de mercado das empresas brasileiras, mas tal efeito é o menor considerando comparativamente o período total e o período de crise. Portanto, quando da retomada econômica, ainda que gestores devam seguir administrando suas empresas com reservas de caixa consideráveis, é possível focalizar uma redução destas para aproveitar a recuperação econômica, por meio de investimentos que proporcionem lucro e caixa.

Em que pese, momentos de crise e, em especial, de retomada econômica, podem proporcionar oportunidades a aqueles que estão preparados, dado que competidores mal estruturados tendem a entrar em declínio definitivo na crise, abrindo demanda de mercado a empresas resilientes. Portanto, esta pesquisa demonstra que alternativa adequada é a empresa se demonstrar perene ao mercado, colocando sua boa condição financeira em evidência a fim de se sobressair as organizações concorrentes locais e até mesmo globais, e utilizando tais reservas com eficiência quando da retomada. Inclusive, dado que o momento pós-crise é o

menos estudado na literatura acerca do assunto, a perspectiva aqui identificada deve ser avaliada com a máxima diligência.

5.2 Limitações e Recomendações para Pesquisas Futuras

Por mais que a metodologia aplicada neste estudo esteja embasada em literatura anterior específica da área, existem limitações inerentes ao tipo de pesquisa. Os resultados aqui evidenciados refletem a realidade da amostra e do período em estudo e, portanto, devem ser estendidos com prudência. Além disso, se tem que a forma de mensuração das reservas de caixa utilizada é consolidada na literatura, todavia, existem inúmeras métricas de desempenho de mercado além do *Market to Book Value*. Isto abre caminho para pesquisas futuras, que podem fazer uso de outras medidas como o Q de Tobin. Além do mais, ao saber que a crise da Covid-19 é global, torna-se essencial, a fim de comparações, a replicação dos parâmetros metodológicos desta pesquisa em outros ambientes, sobretudo em países em desenvolvimento, que ainda carecem de mais evidências.

Referências

- Alnaim, M., & Kouaib, A. (2023). Inventory turnover and firm profitability: a Saudi Arabian investigation. *Processes, 11*(3), 1-14. <https://doi.org/10.3390/pr11030716>
- Alnori, F. (2020). Cash holdings: Do they boost or hurt firms' performance? Evidence from listed non-financial firms in Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, 13*(5), 1-16. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-08-2019-0338>
- Amponsah-Kwatiah, K., & Asiamah, M. (2021). Working capital management and profitability of listed manufacturing firms in Ghana. *International Journal of Productivity and Performance Management, 70*(7), 1751-1771. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-02-2020-0043>
- An, N. T. H., & Phuong, H. M. (2020). Why do Vietnamese firms hold cash? *Dalat University Journal of Science, 10*(4), 3-31. [http://dx.doi.org/10.37569/DalatUniversity.10.4.606\(2020\)](http://dx.doi.org/10.37569/DalatUniversity.10.4.606(2020))
- Aslam, E., Kalim, R., & Fizza, S. (2019). Do cash holding and corporate governance structure matter for the performance of firms? Evidence from KMI 30-and KSE 100-indexed firms in Pakistan. *Global Business Review, 20*(2), 313-330. <https://doi.org/10.1177%2F0972150918825202>
- Avelar, A. E., Ferreira, P. O., Silva, B. N. E. R. da, & Ferreira, C. O. (2021). Efeitos da pandemia de Covid-19 sobre a sustentabilidade econômico-financeira em empresas brasileiras. *Revista Gestão Organizacional, 14*(1), 131-152. <https://doi.org/10.22277/rgo.v14i1.5724>
- Brasil. (1976). *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Dispõe sobre as sociedades por ações*. Recuperado de: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm
- Carracedo, A. C. (2010). *Determinantes da reserva de caixa das empresas brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo/SP. Recuperado de: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8241>
- Chang, C.-C., & Yang, H. (2022). The role of cash holdings during financial crises. *Pacific Basin Finance Journal, 72*(1), 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101733>

- Cheratian, I., & Golbatar, S. (2025). Decoding the nexus: fianance availability and firm growth in the wake of Covid-19. *Development Policy Review*, 43(4), 1-25. <https://doi.org/10.1111/dpr.70016>
- Chireka, T., & Moloi, T. (2024). Firm value, corporate cash holdings and the role of managerial ability. *South African Journal of Business Management*, 55(1), 1-10. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v55i1.4541>
- Contas Nacionais Trimestrais - IBGE. (2023). PIB a preços de mercado: variação contra o ano anterior. Recuperado de: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/36372-pib-varia-0-2-no-quarto-trimestre-e-fecha-2022-em-2-9>
- Couto, B. R. G. M., Oliveira, J. G. N. de, Torres, O. A., & Morais, R. C. de. (2015). *Estatística e probabilidades* (1. ed.). Belo Horizonte: Grupo Ânima Educação.
- Cunha, M. F., Martins, E., & Assaf Neto, A. A. (2014). Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Administração*, 49(2), 251-266. <https://doi.org/10.5700/rausp1144>
- Doan, T. (2020). The effect of cash holdings on firm performance: Evidence from Vietnam listed firms. *Accounting*, 6(5), 721-726. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.6.012>
- Fahlenbrach, R., Ragoth, K., & Stulz, R. (2020). *How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the Covid-19 crisis*. NBER - National Bureau of Economic Research. Recuperado de: <http://www.nber.org/papers/w27106>
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de Dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões* (2. ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fernandes, N. (2020). *Economic effects of coronavirus outbreak (COVID-19) on the world economy*. SSRN. Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3557504
- Ferreira, R. D. N., Santos, A. C. D., Lopes, A. L. M., Nazareth, L. G. C., & Fonseca, R. A. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *RAM. Revista de Administração da Mackenzie*, 14(4), 134-164. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000400006>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Freitas, K. S. (2011). Retenção de caixa, desempenho operacional e valor: um estudo no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 20-33. <https://doi.org/10.11606/rco.v5i13.34802>
- Freund, J. E., & Simon, G. A. (2000). *Estatística aplicada: Economia, administração e contabilidade* (9. ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Gouveia, V. A. L., Silva, T. G., Szuster, N., & Szuster, F. (2018). Disclosure frente à crescente intangibilização das empresas: valor contábil x valor de mercado. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 12(4), 527-539. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v12i4.1931>
- Gruener, A., & Raastad, I. (2018). Financial slack and firm performance during economic downturn. *GSL Journal of Business Management and Administration Affairs*, 1(1), 1-7.

- Hada, I. D. (2020). Considerations Regarding the Assessment and measurement of Financial Performance. *LUMEN Proceedings*, 13(16), 115-129. <https://doi.org/10.18662/lumproc/ncoe4.0.2020/11>
- Hofmann, E., Töyli, J., & Solakivi, T. (2022). Working capital behavior of firms during an economic downturn: an analysis of the financial crisis era. *International Journal of Financial Studies*, 10(3), 55-74. <https://doi.org/10.3390/ijfs10030055>
- Hulten, C. R., & Hao, X. (2008). *What is a company really worth? Intangible capital and the "Market to Book Value" puzzle*. National Bureau of Economic Research. Recuperado de: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14548/w14548.pdf
- Joseph, A., Kneer, C., Van Horen, N., & Saleheen, J. (2020). *All you need is cash: corporate cash holding and investment after the financial crisis*. Bank of England. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2019/all-you-need-is-cash>
- Karraheemi, K. E., Rasid, S. Z. A., Basiruddin, R., & Husin, M. M. (2021). *Investigating the relationship of corporate cash holdings, corporate governance, and firm performance in Malaysia*. IGI Global - Publisher of Timely Knowledge. Recuperado de: <https://www.igi-global.com/chapter/investigating-the-relationship-of-corporate-cash-holdings-corporate-governance-and-firm-performance-in-malaysia/272615>
- Khalid, U., Okafor, L. E., & Burzynska, K. (2021). Does the size of the tourism sector influence the economic policy response to the Covid-19 pandemic? *Current Issues in Tourism*, 24(19), 2801-2820. <https://doi.org/10.1080/13683500.2021.1874311>
- La Rocca, M., & Cambrea, D. R. (2018). The effect of cash holdings on firm performance in large Italian companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(1), 30-59. <https://doi.org/10.1111/jifm.12090>
- Lobarkhon, R. (2025). Financial resilience: lessons from global crisis. *Journal of New Century Innovations*. 87(1), 207-209.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 28(9), 2103-2134. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>
- Passos, K. C. L. F., Nakamura, W. T., & Mendes, J. S. (2022). A relação entre criação de valor, desempenho financeiro e dividendos: uma análise sob a ótica do Q de Tobin e *Market-to-book* das empresas listadas na B3. *Revista Liceu on-line*, 12(1), 6-28.
- Prabowo, A. (2023). The severity of Covid-19 and firm market value: how does it affect firms? *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 26(2), 229-248. <http://doi.org/10.33312/ijar.687>
- Priem, R. L., Krause, R., Tantalo, C., & McFadyen, A. (2019). Promoting long-term shareholder value by “competing” for essential stakeholders: A new, multi-sided market logic for top managers. *Academy of Management Perspectives*, 1-48. <https://doi.org/10.5465/amp.2018.0048>
- Qin, X., Huang, G., Shen, H., & Fu, M. (2020). Covid-19 pandemic and firm-level cash holding—moderating effect of goodwill and goodwill impairment. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2243-58. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785864>
- Rafailov, D. (2017). Financial slack and performance of Bulgarian firms. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(2), 1-13.

- Rafailov, D. (2023). Covid-19 and corporate finance resilience. *Izvestia Journal of the Union of Scientists*, 12(1), 59-68. <https://doi.org/10.56065/IJUSV-ESS/2023.12.1.59>
- Rahman, A., & Sharma, R. B. (2020). Cash flows and financial performance in the industrial sector of Saudi Arabia: With special reference to Insurance and manufacturing sectors. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(4), 76-84. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17\(4\).2020.07](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17(4).2020.07)
- Rappaport, A. (1983). Corporate performance standards and shareholder value. *Journal of Business Strategy*, 3(4), 28-38. <https://doi.org/10.1108/eb038987>
- Rasool, I., Raychaudhuri, P. S., & Singh, K. (2020). Shareholder wealth creation and Economic Value Added using M&tA - A miniature of indian pharmaceutical industry. *Bioscience Biotechnology Research Communications*, 13(10), 133-145.
- Salehi, M., Mahdavi, N., Zarif Agahi Dari, S., & Tarighi, H. (2019). Association between the availability of financial resources and working capital management with stock surplus returns in Iran. *International Journal of Emerging Markets*, 14(2), 343-361. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-11-2017-0439>
- Sarlo Neto, A., Teixeira, A. J. C., Loss, L., & Lopes, A. B. (2005). O diferencial impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 37(1), 46-58. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000100004>
- Song, H. J., Yeon, J., & Lee, S. (2021). Impact of the Covid-19 pandemic: evidence from the US restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 92(2021), 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102702>
- Tang, S. (2022). The effect of corporate governance and political connection of firm performance in Indonesian Stock Exchange. *Media Ekonomi*, 30(2), 229-240. <https://doi.org/10.25105/me.v30i2.15864>
- Troi, T. L., & Imelda, E. (2023). Comparative analysis of cash-driven resilience during the Covid-19 pandemic. *International Journal of Application on Economics and Business*, 1(2), 429-441.
- Veerhoek, J. P. (2022). *The value of corporate cash holdings during Covid-19 Pandemic*. SSRN. Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4186754
- Vijayakumaran, R., & Atchyuthan, N. (2017). Cash holdings and corporate performance: evidence from Sri Lanka. *International Journal of Accounting and Business Finance*, 3(1), 1-11.
- Vodwal, S., Bansal, V., & Sinha, P. (2019). *Impact of financial crisis on determinants of capital structure of Indian non-financial firms: estimating dynamic panel data model using two-step system GMM*. Munich Personal RePEc Archive – MPRA. Recuperado de: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/95482/1/MPRA_paper_95482.pdf
- Wang, Y., Abbasi, K., Babajide, B., & Yekini, K. C. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance: Evidence from the emerging market following the revised CG code. *Corporate Governance*, 20(1), 158-174. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2018-0244>
- Wu, W., Le, C., Shi, Y., & Alkaraan, F. (2024). The influence of financial on firm performance: the moderating effects of investment efficiency and investment scale. *Journal of Applied Accounting Research*, 25(5), 1183-1202. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2023-0192>

Zhang, Q., Wang, J., & Geng, J. (2021). Corporate cash holding patterns from a performance perspective. *The Singapore Economic Review*, 1-28. <https://doi.org/10.1142/S0217590821500405>

Zheng, M. (2022). Is cash de panacea of the Covid-19 pandemic: evidence from corporate performance. *Finance Research Letters*, 45(1), 1-9. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102151>

Zimon, G., & Tarighi, H. (2021). Effects of the Covid-19 global crisis on the working capital management policy: evidence from Poland. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 169-185. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040169>