



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
MESTRADO ACADÊMICO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

RAYARA ALVES SANTOS

**A RELAÇÃO ENTRE A COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO E A RETENÇÃO DE CAIXA EM EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO.**

Salvador
2023

RAYARA ALVES SANTOS

**A RELAÇÃO ENTRE A COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO E A RETENÇÃO DE CAIXA EM EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Contabilidade da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. Antonio Gualberto Pereira

Coorientador: Prof. Dr. José Sérgio Casé de Oliveira

Salvador
2023

SIBI/UFBA/Faculdade de Ciências Contábeis - Biblioteca José Bernardo Cordeiro Filho

S237 Santos, Rayara Alves

A relação entre a composição do conselho de administração e a retenção de caixa em empresas de capital aberto. / Rayara Alves Santos. - Salvador, 2023.

61 f.: il.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Gualberto Pereira

Coorientador: Prof. José Sérgio Casé de Oliveira

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal da Bahia. Faculdade de Ciências Contábeis, Programa de Pós-graduação em Contabilidade.

1. Contabilidade. 2. Governança Corporativa. 3. Liquidez (Economia). 4. Conselhos de administradores. I. Pereira, Antonio Gualberto. II. Oliveira, José Sérgio Casé. III. Universidade Federal da Bahia. IV. Faculdade de Ciências Contábeis, Programa de Pós-graduação em Contabilidade. V. Título.

CDD – 657

CDU – 657



DEFESA DE DISSERTAÇÃO

No dia 25 de janeiro de 2023, reuniram-se os membros da banca examinadora composta pelos professores(as) Drs.(as): ANTONIO GUALBERTO PEREIRA (Orientador), JORGE DE SOUZA BISPO (Membro Interno, UFBA - PPGCont) e VAGNER ANTÔNIO MARQUES (Membro Externo, UFES - PPGCont), a fim de arguirm o(a) candidato(a) RAYARA ALVES SANTOS, matrícula nº 2021110320, após a apresentação da Dissertação intitulada "A RELAÇÃO ENTRE A COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A RETENÇÃO DE CAIXA EM EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO".

A presidência da banca abriu a sessão e após passar as orientações regimentais, convidou o(a) discente a expor uma síntese de sua pesquisa. Em seguida os membros da banca apresentaram suas contribuições e arguíram o(a) discente. Na sequência procedeu-se ao julgamento do trabalho, concluindo a banca pela sua aprovação.

Nada mais havendo a tratar, a sessão foi encerrada, dela sendo lavrado a presente ata, que segue assinada pela banca examinadora e pelo(a) candidato(a).

Dr. VAGNER ANTÔNIO MARQUES, UFES

Examinador Externo à Instituição

Dr. JORGE DE SOUZA BISPO, UFBA

Examinador Interno

Dr. ANTONIO GUALBERTO PEREIRA, UFBA

Presidente

RAYARA ALVES SANTOS

Mestrando(a)



Emitido em 2023

ATA DE DEFESA DISSERTAÇÃO N° 9/2023 - PPGCONT (12.01.61.04)

(N° do Protocolo: NÃO PROTOCOLADO)

(Assinado eletronicamente em 03/03/2023 10:55)

ANTONIO GUALBERTO PEREIRA
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR
DCC/FCC (12.01.61.06)
Matrícula: 2140457

(Assinado eletronicamente em 26/01/2023 07:22)

JORGE DE SOUZA BISPO
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR
DCC/FCC (12.01.61.06)
Matrícula: 1035734

(Assinado eletronicamente em 17/01/2023 11:48)

SHEIZI CALHEIRA DE FREITAS
COORDENADOR - TITULAR
PPGCONT (12.01.61.04)
Matrícula: 2346797

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufba.br/public/documentos/> informando seu número: **9**, ano: **2023**, tipo: **ATA DE DEFESA DISSERTAÇÃO**, data de emissão: **17/01/2023** e o código de verificação: **0458b2e8d6**

Dedico esta dissertação a Deus que é o maior amor que existe. Ele me permitiu chegar até aqui após todos os desafios.

AGRADECIMENTOS

A minha família pelo apoio, amor e compreensão ao longo da minha vida.

Ao professor doutor Antonio Gualberto Pereira, meu orientador, pelos ensinamentos técnicos sobre o tema escolhido e pelos ensinamentos de vida, passados ora por conversas informais, ora pelos exemplos de humanidade, empatia e humildade nas posturas e atitudes.

Ao professor doutor José Sérgio Casé de Oliveira, meu coorientador, por me mostrar a importância de vencer as “barreiras de entrada” do conhecimento, pelas orientações e prosas (conversas) agradáveis e construtivas.

Ao professor doutor Jorge de Souza Bispo, por se tornar presente de forma direta e indireta em vários momentos do curso e pela proatividade e progressividade em relação a construção do conhecimento.

A todos os professores do Programa de Pós-graduação em Contabilidade da UFBA, juntos formam uma equipe que faz a diferença na formação dos alunos e contribuem para o desenvolvimento de uma sociedade melhor.

Ao meu amigo Igor pelo incentivo e apoio no processo e aos colegas do mestrado, em especial a Day, Gabi e Mari por compartilharem momentos bons e ruins e por se mostrarem amigos para a vida.

Ao Sr. João Simões do Programa de Pós-graduação em Contabilidade, pela boa vontade, competência e agilidade para orientar sobre os processos burocráticos e demais procedimentos da UFBA.

Ao apoio financeiro da FAPESB através das bolsas de mestrado acadêmico que é um dos mais importantes meios de suporte aos alunos que sonham em desenvolver pesquisas científicas.

A todos vocês: muito obrigada!

ALVES, Rayara Santos. **A RELAÇÃO ENTRE A COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A RETENÇÃO DE CAIXA EM EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO**. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Bahia. Salvador. 2023.

RESUMO

Uma gestão de caixa eficiente é condição necessária para a manutenção da sustentabilidade financeira organizacional e os fatores que influenciam as decisões sobre as políticas de liquidez nas empresas vem sendo objeto de pesquisas recentes. O objetivo do presente estudo foi investigar a relação entre a composição do Conselho de Administração e a retenção de caixa. Para isso foi realizada uma pesquisa quantitativa em uma amostra com 234 companhias abertas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 a 2019. O Tobit Efeitos Aleatórios foi o modelo econométrico escolhido para estimar as variáveis de forma irrestrita e restrita e testar seis (6) hipóteses levantadas sobre a relação entre a composição do Conselho de Administração (independência, dualidade, gênero, tamanho, *expertise* e remuneração dos conselheiros) e a retenção de caixa. Os resultados demonstraram significância estatística entre a variável dependente Retenção de caixa (REC1) e as variáveis independentes: *Expertise* (EX) e Dualidade do CEO (DU). Dentre as variáveis de controle as que apresentaram significância estatística foram Volatilidade do Fluxo de Caixa (VFC) e Capital de giro (CG). Adicionalmente, foram efetuados testes na análise de robustez com uma *proxy* alternativa para retenção de caixa (REC2) com o objetivo de verificar a manutenção, ou não, das evidências empíricas encontradas. Infere-se que a Governança Corporativa, por meio da composição do Conselho de Administração, *Expertise* e Dualidade do CEO, é capaz de influenciar a política de retenção de caixa nas empresas.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Governança Corporativa. Retenção de Caixa. Conselho de Administração.

ALVES, Rayara Santos. **THE RELATIONSHIP BETWEEN THE COMPOSITION OF THE BOARD OF DIRECTORS AND THE CASH HOLDING IN PUBLIC COMPANIES.** Master's thesis. School of Accounting, Federal University of Bahia. Salvador. 2023.

ABSTRACT

A Cash management efficiently is a necessary condition for the maintenance of organizational financial sustainability and factors that influence cash holding decisions in the firms have been the subject of recent research. The objective of this study was to investigate the relationship between the composition of the Board of Directors and the cash holding. For this purpose, a quantitative survey was conducted on a sample in 234 publicly traded companies listed on Brazil, Bolsa, Balcão (B3) from 2010 to 2019. The Tobit Random Effects was the econometric model chosen to estimate the variables in an unrestricted and restricted way and test six (6) hypotheses raised about the relationship between the Board composition (independence, duality, board gender, size, expertise, and director compensation) and cash holding. The results showed statistical significance at the ten percent (10%) level between the dependent variable cash holding (REC1) and the independent variables: Expertise (EX) and CEO Duality (DU). Among the control variables, the ones that presented statistical significance were Cash Flow Volatility (VFC) and Working Capital (CG). Additionally, robustness analysis tests were carried out with an alternative proxy for cash holding (REC2) in order to verify the maintenance, or not, of the empirical evidence found. In view of this, it is concluded that Corporate Governance, through the composition of the Board, Expertise and Duality of the CEO, is able to influence the cash holding policy in companies.

Keywords: Capital Structure. Corporate Governance. Cash Holding. Management Board.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Variável Dependente	30
Quadro 2 – Variável Dependente alternativa	30
Quadro 3 – Revisão da Literatura Variáveis Independentes do Conselho de Administração..	33
Quadro 4 – Revisão da Literatura sobre as Variáveis de Controle da pesquisa	36
Quadro 5 – Resumo das Hipóteses	44
Quadro 6 – Variável Dependente <i>proxy</i> alternativa	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da Amostra.....	28
Tabela 2 – Composição da Amostra Formulários de Referência	29
Tabela 3– Análise Descritiva.....	37
Tabela 4 – Análise Descritiva variáveis de Controle	38
Tabela 5 – Fator de Inflação da Variância (VIF).....	42
Tabela 6 – Qualidade do Critério de Ajuste (AIC).....	43
Tabela 7- Estimções do modelo Tobit Efeitos Aleatórios	43
Tabela 8 – Análise Descritiva proxy alternativa	47
Tabela 9 – Estimções do modelo restrito comparativo REC1, REC2	47
Tabela A.1– Primeira análise de multicolinearidade.....	56
Tabela A.2– Segunda análise de multicolinearidade (Sem a variável RET).....	57

LISTA DE ABREVIATURAS

AIC	Critério de Informação de Akaike
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FR	Formulário de Referência
GC	Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IN	Instrução Normativa
OBS	Observações
OMS	Organização Mundial da Saúde
RI	Relação com Investidores
S/A	Sociedade por Ações
S&P	<i>Standard & Poor's</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO.....	11
1.2 OBJETIVO E PROBLEMA DE PESQUISA	12
1.3. OBJETIVO GERAL E ESPECÍFICOS.....	13
1.4. JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO	13
2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	15
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL	15
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	16
2.3 RETENÇÃO DE CAIXA.....	18
2.2 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	21
2.4.1 Independência do Conselho de Administração e a retenção de caixa	21
2.4.2 A dualidade de papéis no Conselho de Administração e a retenção de caixa	22
2.4.3 Gênero do Conselho de Administração e a retenção de caixa.....	23
2.4.4 Tamanho do Conselho de Administração e a retenção de caixa	24
2.4.5 <i>Expertise</i> do Conselho de Administração e a retenção de caixa	25
2.4.6 Remuneração do Conselho de Administração e a retenção de caixa	26
3 METODOLOGIA	28
3.1 DELIMITAÇÃO DA AMOSTRA E FONTE DE DADOS.....	28
3.2 SELEÇÃO DAS VARIÁVEIS	29
3.2.1 Variável Dependente	29
3.2.2 Variáveis Independentes.....	30
3.2.2.1 Independência do Conselho de Administração (ID)	30
3.2.2.2 Dualidade do Conselho de Administração (DU).....	31
3.2.2.3 Gênero do Conselho de Administração (GE).....	31
3.2.2.4 Tamanho do Conselho de Administração (TCA).....	31
3.2.2.5 <i>Expertise</i> do Conselho de Administração (EX)	31

3.2.2.6 Remuneração do Conselho de Administração (RCA).....	32
3.2.3 Variáveis de Controle	33
3.2.3.1 Tamanho da Empresa (TAM).....	34
3.2.3.2 Alavancagem (ALA)	34
3.2.3.3 Retorno sobre o Ativo (ROA)	34
3.2.3.4 Dividendos (DIV).....	34
3.2.3.5 Volatilidade do Fluxo de Caixa (VFC)	34
3.2.3.6 Crescimento das Vendas (CV)	35
3.2.3.7 Capital de Giro (CG)	35
3.3 ANÁLISE DESCRITIVA	36
3.4 MODELO ECONOMETRICO	39
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	41
4.1 ANÁLISE MULTICOLINEARIDADE DO MODELO.....	41
4.2 ESCOLHA DO MODELO	42
4.3 ESTIMATIVAS DO MODELO MELHOR AJUSTADO	43
4.3 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E HIPÓTESES	44
4.5 ANÁLISE DE ROBUSTEZ	46
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	48
REFERÊNCIAS	50
APÊNDICE A – Análises de multicolinearidade.....	56

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O caixa reflete a segurança financeira da organização de modo que as empresas retêm caixa para cumprir com custos relacionados às atividades em andamento, como forma de prevenção aos potenciais imprevistos ou incertezas e para não desperdiçar oportunidades vantajosas, a fim de evitar financiamento externo caro ou liquidação forçada de ativos (AL-NAJJAR; CLARK, 2017).

Reter caixa é a forma mais comum para as empresas garantirem liquidez e permitir que a organização responda a mudanças inesperadas, financie operações cotidianas, investimentos de longo prazo e se proteja de riscos (ACHARYA; ALMEIDA; CAMPELLO, 2007; ALMEIDA et al., 2014; ALMEIDA; CAMPELLO; WEISBACH, 2004; BATES; KAHLE; STULZ, 2009). Nesse sentido, a liquidez da empresa representa capacidade de converter ativos em dinheiro para os acionistas e segurança de pagamento para uso de forma imediata. (AKHTAR *et al.*, 2017; FERREIRA *et al.*, 2020).

Em decorrência disso, estudos têm investigado quais são os motivos que fazem as empresas reter caixa à luz de teorias, como a Teoria *Trade-Off*, a Teoria *Pecking Order* e a Teoria da Agência. Ademais, a liquidez de caixa está relacionada às escolhas de financiamento das empresas, à estratégia de gestão e às oportunidades de investimentos. Entretanto, reter caixa não está isento de custos de transação, de precaução, de impostos e de agência (CAMBREA, 2022; MORTAL; NANDA; REISEL, 2020; PONOMAREVA *et al.*, 2022; SANTOS, 2022, DA CRUZ; KIMURA; SOBREIRO, 2019).

Sendo assim, torna-se fundamental elucidar os possíveis fatores que podem influenciar os gestores na tomada de decisão sobre a política de retenção de caixa. Considerando o papel e a influência da Governança Corporativa, que dentre os seus objetivos, está o de “alinhar os interesses dos diversos agentes que participam das ações que geram valor a empresa”. (ALVES, PEREIRA, BISPO, 2022, p.3)

Diversas pesquisas, ao longo do tempo, levantaram evidências empíricas sobre os benefícios da adoção dos princípios da Governança Corporativa (Transparência, Equidade, *Accountability* e Responsabilidade Corporativa). Entretanto, a literatura sobre os custos da governança, como a composição do Conselho de Administração, não foi igualmente produzida, abrindo uma lacuna investigativa a ser explorada sobre esse tema (BUENO *et al.*, 2018;

MOURA *et al.*, 2020; NISYAMA; NAKAMURA, 2018; PONOMAREVA *et al.*, 2022).

Um dos custos sistêmicos da governança corporativa é o Conselho de Administração sendo um fator de influência para toda a empresa. Nesse contexto, a maioria das pesquisas explora esse tema sobre a perspectiva da relação entre a composição do Conselho e o desempenho organizacional. Entretanto, estudos vêm direcionando suas investigações para avaliar essa relação com a retenção de caixa (AL-NAJJAR, 2013; CAMBREA, 2021; SANTOS, 2022; PONOMAREVA *et al.*, 2022; VICENTE; FERRIRA, 2020).

Desse modo, é importante analisar essa relação sobre novas perspectivas de investigação como a relação entre a remuneração dos conselheiros e a retenção de caixa, levando em consideração que o Conselho de Administração é reconhecido como um grupo de indivíduos que compõem o pilares da gestão empresarial e levam ao desempenho da governança corporativa (AL AZEEZ *et al.*, 2019).

Desse modo, é importante analisar essa relação sobre novas perspectivas de investigação como a relação entre a remuneração dos conselheiros e a retenção de caixa, levando em consideração que o Conselho de Administração é reconhecido como um grupo de indivíduos que compõem o pilares da gestão empresarial e levam ao desempenho da governança corporativa. Com base nesse panorama, o Conselho influencia aos resultados da firma e a política de retenção de caixa nas organizações (AL AZEEZ *et al.*, 2019).

Nessa conjuntura, destaca-se a discussão sobre a associação entre a composição do Conselho de Administração e a retenção de caixa. Sendo um tema que tem se sobressaído nas pesquisas internacionais contemporâneas (AL AZEEZ *et al.*, 2019; CAMBREA, 2021; HUANG; MAZOUZ, 2018; NISYAMA; NAKAMURA, 2018). No entanto, no cenário nacional, as investigações que tratam do tema estão em um estágio incipiente (DA CRUZ; KIMURA; SOBREIRO, 2019; FERREIRA; VICENTE, 2020; SANTOS, 2022).

1.2 OBJETIVO E PROBLEMA DE PESQUISA

A pesquisa busca apresentar novas evidências empíricas sobre a relação entre o Conselho de Administração e a retenção de caixa nas empresas de capital aberto no Brasil (B3). Sendo assim, o trabalho será desenvolvido para responder à seguinte questão de pesquisa:

Qual a relação entre a composição do Conselho de Administração e a retenção de caixa nas empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 a 2019?

1.3. OBJETIVO GERAL E ESPECÍFICOS

O presente trabalho tem como objetivo geral investigar a relação entre a composição do Conselho de Administração e a retenção de caixa em empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 a 2019.

Como objetivos específicos, podem ser detalhados:

- Verificar se a independência do Conselho de Administração influencia positivamente a retenção das empresas não financeiras listadas na B3.
- Verificar se a dualidade do CEO está positivamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.
- Verificar se a proporção de mulheres no Conselho de Administração não exerce influência sobre a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.
- Verificar se o tamanho do Conselho de Administração influencia a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.
- Verificar se a proporção de membros no Conselho de Administração com *expertise* financeira em contabilidade, economia ou administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.
- Verificar se a remuneração do Conselho de Administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

1.4. JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO

A primeira contribuição consiste em apresentar novas evidências empíricas que contribuem para a construção do conhecimento científico. Considerando a composição do Conselho de Administração como um fator importante para os direcionamentos das políticas e decisões organizacionais e que introduz ao debate sobre como a composição do Conselho pode influenciar a retenção de caixa nas empresas.

Nessa perspectiva, a composição do Conselho de Administração e sua função têm sido objeto de pesquisas contemporâneas. Entretanto, os resultados se mostram inconclusivos, motivando a continuidade das investigações, principalmente, em relação a influência do Conselho nas políticas de retenção de caixa nas organizações (AL-NAJJAR; CLARK, 2017; CAMBREA, 2021; PONOMAREVA *et al.*, 2022; SANTOS, 2022; VICENTE; FERRIRA, 2020).

A segunda contribuição desta pesquisa consiste em apresentar subsídios que auxiliem ao aperfeiçoamento de um ambiente de negócios que promova o desenvolvimento sustentável e cultura organizacional comprometida com as demandas de cunho ambiental e social. O que exige das organizações o alinhamento de interesses com a finalidade de potencializar o valor da firma, facilitando seu acesso a recursos externos e contribuindo para o bem comum da sociedade.

A terceira contribuição consiste em averiguar a relação entre a composição do conselho e a retenção de caixa em empresas brasileiras. O Brasil é um país emergente e apresenta um ambiente institucional que está se aperfeiçoando em relação ao nível de proteção aos investidores e aos mecanismos de governança corporativa os quais devem atuar para efetivar, dentre os seus objetivos, a mitigação de conflitos de interesses proporcionando confiabilidade para os acionistas e para o mercado.

Estudos internacionais (AL AZEEZ *et al.*, 2019; AL-NAJJAR; CLARK, 2017; CAMBREA, 2021; HUANG; MAZOUZ, 2018; PONOMAREVA *et al.*, 2022) vêm analisando os efeitos da liquidez de caixa nas organizações. No entanto, no mercado financeiro brasileiro, um número preambular de pesquisas (CRUZ, 2015; FERREIRA; VICENTE, 2020; SANTOS, 2022) analisou a relação entre a composição do Conselho de Administração e os determinantes da retenção de caixa.

Adicionalmente, essa pesquisa contribui com novas evidências empíricas aos estudos de Ferreira e Vicente (2020) e Santos (2022) feita no mercado financeiro brasileiro. E diferencia-se com a análise da remuneração do Conselho de Administração como um possível fator de influência na retenção de caixa das organizações.

Por fim, o estudo visa trazer uma nova perspectiva da relação entre a política de liquidez e os custos de governança corporativa como o Conselho de Administração. Acrescentando, uma nova variável de análise a esse arcabouço investigativo, a remuneração dos conselheiros, como um fator de influência a retenção de caixa. Investigações sobre essas relações podem auxiliar as empresas nas decisões de melhoria dos processos de governança, concomitantemente, nas decisões sobre os direcionamentos para as políticas de retenção de caixa (NISIYAMA; NAKAMURA, 2018).

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A política de financiamento do capital é uma diretriz corporativa que influencia os direcionamentos das demais decisões organizacionais. Assim, o Conselho de Administração está no centro dos processos decisórios nas organizações, sendo um fator de influência nas decisões de financiamento na medida em que pode selecionar a estrutura de capital da empresa de acordo com atributos teóricos relevantes. (NISIYAMA; NAKAMURA, 2018; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Nesse sentido, Myers e Majluf (1984) abordam que a estrutura de capital com bases nas teorias *Trade-Off* e *Pecking Order*:

A Teoria *Trade-off* (uma escolha em detrimento de outra) considera que as empresas procuram otimizar o nível de caixa ao equilibrar custos e benefícios. Os custos estariam relacionados às questões de oportunidades do caixa investido em ativos líquidos e aos benefícios, a diferença entre os ganhos de manter caixa e os juros que a empresa pagará para financiar caixa adicional (AL-NAJJAR, 2013, DITTMAR; MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003, FAVORITO, 2018).

Palazzo (2012) observa que a política ótima de retenção de caixa depende do *trade-off* entre a decisão de distribuição de dividendos no presente e a reserva de caixa para evitar os altos custos do financiamento externo futuro. As empresas utilizam, *a priori*, fontes internas para se financiar e posteriormente optam por fontes externas. Nesse sentido, Myers e Majluf (1984) abordam que as empresas podem seguir uma hierarquia de financiamento expressada pela Teoria *Pecking Order* para minimizar os custos relacionados à assimetria de informações.

Por sua vez, a Teoria *Pecking Order* (hierarquia de financiamento) se baseia em que há uma hierarquia nas decisões de financiamento das organizações. As empresas escolhem, inicialmente, por se financiar com fontes internas, em sequência por dívidas e, por fim, colocando em mercado novas ações. (FAVORITO, 2018)

Essa Teoria parte do pressuposto que existe assimetria informacional entre os gestores (agentes) e os acionistas (principais). Ou seja, quanto menor for essa assimetria, maior será o volume de recursos bem administrados e mais assertivas serão as decisões feitas pelos gestores e sancionadas pelo Conselho de Administração (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Adicionalmente a essas teorias, a Teoria da Agência apresenta outra forma de explicação para as escolhas de financiamento das empresas, baseando-se nas relações entre os diversos entes tomadores de decisões nas organizações. Nem sempre os objetivos dos gestores estão alinhados com os objetivos dos acionistas quanto à maximização do valor da firma (AKHTAR *et al.*, 2017; JENSEN; MECKLING, 1976).

Sendo assim, a captação de recursos para o financiamento dos ativos nas organizações implica análises de questões a serem consideradas pelos executivos como: os riscos de mercado, os benefícios fiscais, o endividamento, dentre outros. Porém, vale salientar que essas escolhas podem não ser apenas determinadas por fatores contextuais internos e externos a organização, mas também por valores, objetivos, preferências e interesses dos sócios e administradores da companhia (SANTOS *et al.*, 2019).

No geral, estudos têm buscado fornecer evidências empíricas fundamentadas na Teoria *Trade-Off*, na Teoria *Pecking Order* e na Teoria da Agência que auxiliem a compreensão das decisões de liquidez. Ou seja, a liquidez de caixa pode ser relacionada às escolhas de financiamento do capital, simultaneamente, aos diversos agentes que direcionam as políticas corporativas da empresa. Pois, o custo de financiamento e das possibilidades de fomentar novas oportunidades de investimentos podem ser um motivo para que as empresas retenham caixa quando o financiamento externo for caro ou a incerteza de renda for alta. (CRUZ; KIMURA; SOBREIRO, 2019).

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Ao escolher a política de financiamento ou a estrutura de capital da organização, os acionistas podem estar dividindo os riscos associados aos ativos com os detentores da dívida. Considerando a existência de assimetria informacional sobre a política de financiamento das empresas, a governança corporativa é utilizada para mitigar a assimetria entre os diversos agentes que participam das ações que geram valor à firma. (DIAS *et al.*, 2020; LA PORTA *et al.*, 2000).

A estrutura de capital e o comando da empresa podem direcionar mais de uma forma de separação entre propriedade e controle. Em mercados com capital mais pulverizado, a separação do capital é mais marcante, o que tornam mais explícitos os conflitos agente x principal. Todavia, em ambientes de alta concentração acionária o que se torna mais evidente são os conflitos principal x principal, em que pode ocorrer a expropriação do acionista minoritário pelo acionista majoritário (PEREIRA *et al.*, 2018).

Nesse contexto, o Conselho de Administração exerce dentro da estrutura de governança corporativa um papel essencial. Sendo o órgão colegiado encarregado do processo de decisão em relação aos direcionamentos estratégicos da empresa, os conselheiros são o elo entre os acionistas (principais) que detém o capital e os gestores (agentes) que administram o capital e devem exercer a função de cuidar dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança, salvaguardando os ativos da firma e promovendo o crescimento de longo prazo (AKPAN; AMRAN, 2014).

Nessa perspectiva e como reflexo da busca por eficiência e alta performance das empresas, pesquisas (AL-NAJJAR; CLARK, 2017, CAMBREA, 2021, MORTAL; NANDA; REISEL, 2020, SANTOS, 2022) têm direcionado suas investigações sobre como a composição do Conselho de Administração influencia as políticas e o desempenho corporativo. Em mercados complexos e dinâmicos o diferencial entre o sucesso ou o fracasso pode estar diretamente relacionado a capacidade de gerar resultados das pessoas que são responsáveis pelas decisões estratégicas dentro das organizações (ALVES; PEREIRA; BISPO, 2022).

Conseqüentemente, o tamanho do Conselho é um fator de influência na diversidade da composição dos seus membros e a presença de mulheres leva a diversidade de gênero. Almor et al. (2019) sugerem que a nomeação de conselheiras se torna algo benéfico para as empresas, sinalizando que os executivos são valorizados por sua *expertise* o que incentiva o comportamento inovador e em prol dos objetivos organizacionais (AL AZEEZ *et al.*, 2019).

Logo, a *expertise* dos conselheiros é tratada como um recurso que as organizações utilizam para reduzir a interdependência no ambiente externo quando as decisões são tomadas ou canceladas pelo Conselho e incluem o fornecimento pelos conselheiros de sua experiência, conhecimento e canais de comunicação que auxiliam os gestores na tomada de decisões (GUSMAO; COLAUTO, 2020).

Outra característica do Conselho é a dualidade dos papéis do CEO (*Chief Executive Officer*). Na presença dessa dualidade na gestão, há um risco maior que uma pessoa obtenha vantagem de sua posição dominante, especialmente no que diz respeito aos direitos dos acionistas minoritários que podem ser expropriados pelos acionistas majoritários (CAMBREA, TENUTA e VASTOLA, 2021).

A independência dos conselheiros está associada a um monitoramento mais efetivo da gestão e com maior liberdade para as deliberações e os posicionamentos do Conselho (AKPAN; AMRAN, 2014). Evidências empíricas sugerem que ter um número substancial de conselheiros

independentes leva a uma governança corporativa mais forte e implica políticas de monitoramento mais rígidas (CAMBREA, TENUTA e VASTOLA, 2021).

Ademais, a remuneração dos conselheiros pode ser uma questão substancial para as partes interessadas no que diz respeito ao compromisso do Conselho com a organização, bem como seu compromisso com o uso prudente dos recursos da firma devido ao crescente papel do Conselho nas corporações modernas torna-se fundamental uma melhor compreensão dos fatores que influenciam a sua remuneração (BOIVIE; BEDNAR; BARKER, 2015).

A atuação dos conselheiros é determinante para o resultado positivo ou negativo da empresa. Pois, os conselheiros não devem apenas interromper a execução de uma gestão negativa que pode levar a escândalos ou fracassos corporativos, mas também garantir que a corporação atue em oportunidades que melhorem o valor e a riqueza de todas as partes interessadas. (AL AZEEZ *et al.*, 2019; AL-NAJJAR, 2013).

Em decorrência ao exposto, e no atual cenário dos negócios, caracterizado por constantes mudanças e alta competitividade, a atuação dos conselheiros tem sido um fator substancial para o bom funcionamento das organizações. Nesse cenário, uma cultura empresarial fraca e a má governança corporativa são elegíveis para criar incentivos a nomeação de pessoas erradas ou duvidosas nos Conselhos das empresas. Nessa perspectiva, se torna evidente que a composição do Conselho pode desempenhar um papel fundamental na determinação do desempenho corporativo (AL AZEEZ *et al.* 2019; MONTSERRAT *et al.*, 2011).

Nessa perspectiva, o Conselho de Administração pode influenciar a política de retenção de caixa, uma vez que a decisão sobre gastar ou reter caixa pode decorrer de conflitos de interesses. Isso se deve ao fato de que a decisão de alocar ou acumular caixa acima dos valores necessários para transações comerciais normais e quaisquer obrigações contratuais em andamento fica amplamente a critério dos gerentes. Em empresas com estruturas de governança corporativa mais frágeis, os acionistas podem estabelecer limites de volume de caixa à disposição dos gestores com o propósito de evitar desperdícios de recursos (AL-NAJJAR; CLARK, 2017; VICENTE; FERREIRA, 2020).

2.3 RETENÇÃO DE CAIXA

A relação entre retenção de caixa e os fatores que influenciam suas escolhas é um tema que tem se sobressaído nas pesquisas. Embora não exista um consenso dos níveis ideais de liquidez nas empresas. A retenção de caixa é uma preocupação inevitável e constante por buscar

resolver questões como: qual deve ser a posição líquida das empresas? Como a liquidez do caixa influencia as decisões de captação de recursos? Por que as organizações optam por reter caixa? (ALMEIDA *et al.*, 2014).

Estudos nacionais e internacionais vêm direcionando suas investigações sobre os fatores que influenciam as estratégias de liquidez nas organizações. O debate sobre a alta retenção de caixa remonta a Keynes (1936). Segundo o autor, os principais motivos de retenção das reservas de caixa nas organizações seriam: diminuir os custos de transação por não ter que liquidar ativos diante de um pagamento; e para evitar a perda de subinvestimento devido a fundos limitados (AL-NAJJAR; CLARK, 2017, FERREIRA; ZANOLLA; DÍAZ, 2018, HUANG; MAZOUZ, 2018; LOZANO; YAMAN, 2020; VICENTE; FERREIRA, 2020).

Os determinantes de caixa estão relacionados ao modelo da Teoria *Trade-off* (teoria de troca) e da Teoria *Pecking Order* (teoria da hierarquia de financiamento). Além dessas teorias, estudiosos argumentam que a política de retenção de caixa das empresas é um fator de preferência gerencial relacionado à Teoria da Agência. O tipo de conflito de agência documentado pela primeira vez por Jensen e Meckling (1986) foi mais explorado em estudos posteriores sobre as reservas de caixa (DITTMAR; MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003; KEYNES; LINS, 2007).

Reter caixa é fundamental para a gestão financeira das empresas, sendo que o objetivo da gestão é o retorno satisfatório para os acionistas (BATES; KAHLE; STULZ, 2009). Adicionalmente, na literatura, a demanda por caixa pode ser justificada pelo: motivo de transação, de precaução, de imposto e de agência.

O motivo de transação é um motivo considerado para atender às necessidades de caixa das operações do dia a dia e outras operações no curto prazo, pois as empresas precisam de recursos líquidos. Caso a empresa esteja com falta de caixa no momento necessário, ela precisará liquidar seus ativos para atender às necessidades de caixa naquele momento, pelas quais às vezes terá que pagar um custo de transação. Assim, para evitar esses custos, as empresas necessitam manter ativos líquidos (AKHTAR *et al.*, 2017, DITTMAR; MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003).

O motivo da precaução aponta que as empresas retém caixa como uma estratégia de segurança para se financiar em situações de imprevisto ou aproveitar oportunidades de investimentos. Ou seja, em vez de captar recursos externos com taxas mais altas, as empresas podem não estar dispostas a fazê-lo e preferem se autofinanciar. (Santos, 2022, Akhtar *et al.*,

2017, Lozano;Yaman, 2020).

Já o motivo de impostos foi considerado na literatura pelos estudos de Foley *et al.* (2006) que adicionaram questões relacionadas a taxas e aos tributos. Os achados dos autores mostraram que as companhias dos Estados Unidos mantêm valores significativos de caixa em sua estrutura. Sendo justificadas, na pesquisa, pelos motivos de “transação e motivos de precaução” (p. 366). Entretanto, os autores abordaram que as empresas multinacionais Americanas retêm caixa em suas subsidiárias no exterior devido as despesas associadas ao repatriamento de renda estrangeira (DUTRA *et al.*, 2018; FOLEY *et al.*, 2007).

Os conflitos de agência referem-se ao fato de que os gerentes podem reter caixa para perseguir seus próprios objetivos, em vez de maximizar a riqueza dos acionistas. Sendo assim, quando a assimetria informacional é alta, um déficit de fluxo de caixa pode envolver custos maiores, pois pode impedir que as empresas financiem suas operações e invistam em projetos. Ademais, quando as informações assimétricas são acentuadas, as empresas podem achar lucrativo reter mais caixa para mitigar os custos de dificuldades financeiras (HUANG; MAZOUZ, 2018; JENSEN; MECKLING, 1976).

Além dos motivos abordados anteriormente sobre a liquidez do caixa nas empresas. Reter caixa pode aumentar o volume de recursos em poder da gerência e, conseqüentemente, a os riscos sobre as decisões de investimentos. Ademais, o acúmulo de caixa pode ser usado como finalidade para atingir os interesses pessoais dos gestores e, por isso a estrutura do Conselho de Administração pode impactar o montante de caixa retido nas empresas (FERREIRA; VILELA, 2004).

As empresas apresentam resultados diferentes em decorrência dos seus recursos. No entanto, não existe um critério preestabelecido para determinar o desempenho da organização. Nesse sentido, um dos recursos estratégicos associados ao desempenho, seja positiva ou negativamente, são os administradores e gestores que estão à frente das decisões nas organizações (PEREIRA A; PEREIRA V; PENEDO, 2021).

Dessa forma, os gestores devem voltar sua atenção para a geração de caixa, através dela que ocorre o planejamento e o controle das finanças no curto prazo, definindo e implementando táticas que gerem retornos aos acionistas (OLIVEIRA; MELO SOBRINHO, 2009).

2.2 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.4.1 Independência do Conselho de Administração e a retenção de caixa

A Lei 6.404/76 das Sociedades por Ações (S/A), em seu artigo 140, § 2º, dispõe que “na composição do Conselho de Administração das companhias abertas é obrigatória a participação de conselheiros independentes, nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários” (AKPAN; AMRAN, 2014).

Nesse sentido, o Conselho pode apresentar em sua estrutura membros independentes. Entretanto, isso não garante a qualidade dos processos de governança visto que alguns conselheiros podem ser nomeados apenas para cumprir os requisitos regulamentares mínimos. Desse modo, não exercendo verdadeiramente a sua função de forma independente dos executivos da empresa (AKPAN; AMRAN, 2014; SILVEIRA *et al.*, 2008).

Em decorrência dessa problemática e para que os conselheiros independentes desempenhem suas funções, existe uma série de pressupostos a serem seguidos, dentre eles, que os conselheiros devem estar livres da influência da administração para desempenhar corretamente as suas funções, reduzindo os custos de agência e aumentando o desempenho da empresa (SANTOS, 2002).

Estudos internacionais investigaram a influência da independência do Conselho de Administração na retenção de caixa. Por exemplo: Joubert e Fakhfakh (2012) usaram uma amostra de 180 empresas da França e do Canadá entre 2006 e 2008, eles exploraram se o mecanismo de governança corporativa mais forte (por exemplo, independência do conselho) poderia levar a uma mitigação dos resultados no nível gerencial.

Nos Estados Unidos, Chen (2008) encontrou um impacto significativo da governança corporativa no nível da empresa, incluindo propriedade gerencial, independência do Conselho e disposição anti-aquisição nas reservas de caixa. Destaca-se que a maioria desses estudos pesquisou principalmente em empresas americanas. Portanto, este assunto merece atenção em outros países, como no caso do Brasil.

No âmbito nacional, Vicente e Ferreira (2020) encontraram evidências empíricas que corroboram aos estudos internacionais de Tortoli e Moraes (2016), em média, as empresas que possuem maior número de membros independentes no Conselho de Administração, proporcionalmente, retêm mais caixa. Al-Najjar e Clark (2017) indicaram que as empresas ao adotarem práticas recomendadas de governança corporativa retêm mais caixa.

Pelos pressupostos da Teoria da Agência e da Teoria *Pecking Order*, a independência efetiva dos conselheiros fortaleceria a estrutura de governança corporativa e aumentaria a retenção de caixa, já que menor seria a chance de expropriação do acionista pelo gestor (VICENTE; FERREIRA, 2020). Dessa forma, espera-se que as empresas que apresentem Conselhos mais independentes façam mais retenção de caixa. Nesse sentido, formula-se a primeira hipótese do estudo, seguindo Santos (2022):

H1: A independência do conselho de administração influencia positivamente a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

2.4.2 A dualidade de papéis no Conselho de Administração e a retenção de caixa

A dualidade dos papéis do CEO (*Chief Executive Officer*) no Conselho de Administração é uma característica importante da governança corporativa. Nesse sentido, Moura et al. (2020) sugerem que quando o membro do Conselho exerce as funções de conselheiro e CEO, o monitoramento, tanto do Conselho quanto da gestão, é menos ativo e eficaz.

Conselhos de Administração presidido pelo CEO podem ser menos eficazes em limitar a discricionariedade gerencial sobre os recursos corporativos, especialmente, no que diz respeito ao uso de caixa mantido por empresas com propriedade concentrada (como é o cenário da maioria das empresas de capital aberto no Brasil). A combinação das funções de CEO e de presidente pode incentivar aos acionistas controladores a manter quantidades substanciais de reservas de caixa ociosas à sua disposição (BERTONI *et al.*, 2014)

Nessa perspectiva, a dualidade do CEO, ou seja, o cargo de principal executivo da empresa e o de presidente do Conselho serem ocupados pela mesma pessoa pode favorecer os conflitos de agência em que o agente busca a maximização do seu próprio benefício. Assume-se, portanto, que a dualidade do CEO conduziria a maior remuneração dos executivos (FERNANDES, 2021).

Conseqüentemente ao exposto, não existe um consenso nas pesquisas empíricas relacionados à dualidade do CEO. Investigações abordam discussões que essa dualidade pode reduzir os conflitos principal-agente, mas também pode resultar em uso discricionário da liquidez do caixa pelo CEO. Sendo assim, levantou-se a hipótese H2 da pesquisa, em consonância com Santos (2022):

H2: A dualidade do CEO está positivamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

2.4.3 Gênero do Conselho de Administração e a retenção de caixa

A diversidade de gênero tem sido abordada no meio acadêmico e corporativo pelas suas implicações, principalmente, no contexto social e empresarial. Estudos têm abordado o tema de forma constante na literatura, buscando demonstrar o impacto corporativo causado pela presença das mulheres sobre o desempenho das organizações (ATIF; LIU; HUANG, 2019; CAMBREA, 2019, TOSUN; LIN, 2022).

A Noruega, foi o país propulsor a adotar quotas para diversidade de gênero no Conselho de Administração, determinando que as companhias abertas norueguesas tivessem quarenta por cento (40%) dos assentos de seus conselhos ocupados por mulheres. Essa mudança resultou em bons indicadores financeiros para as corporações, incentivando posteriormente, países como a Bélgica, Espanha, França, Holanda, Itália, a implantarem leis estabelecendo cotas para mulheres em empresas com ações negociadas em Bolsa (SILVA; JUNIOR; MARTINS, 2017).

Cambrea (2019) destaca que uma maior representação feminina no Conselho pode melhorar os mecanismos de governança corporativa por meio de funções de monitoramento. Nesse sentido, Atif, Liu e Huang (2019) examinaram se a presença de diretoras nos Conselhos de Administração afetaria a liquidez do caixa, usando uma amostra de 1.500 empresas indexadas pela *Standard & Poor's* (S&P) para o período de 2006 a 2015. Os autores descobriram que o caixa das empresas está negativamente associado à diversidade de gênero do Conselho.

Tosun e Lin (2022) pesquisaram em 1.163 empresas listadas nos EUA de 2000 a 2017 se a representação feminina no Conselho é útil para as empresas na retenção de caixa. Os autores mostraram que se houver mais diretoras do sexo feminino nos Conselhos das empresas, não há efeito sobre a retenção de caixa.

No contexto nacional, os achados de Santos (2022) mostraram coerência com os resultados de pesquisas internacionais de Atif, Liu e Huang (2019) e Tosun e Lin (2022). No sentido de que a proporção de mulheres no Conselho de Administração não tem impacto significativo na liquidez de caixa. Nesse contexto formula-se a terceira hipótese desse estudo, em linha com o investigado por Santos (2022):

H3: A proporção de mulheres no Conselho de Administração não exerce influência sobre a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

2.4.4 Tamanho do Conselho de Administração e a retenção de caixa

A complexidade das operações levam a uma maior demanda dos membros do Conselho para discutir, concordar ou não, sobre os direcionamentos estratégicos e as escolhas de financiamento da empresa. Nesse sentido, um Conselho maior fornece melhor monitoramento (CAMBREA, 2021; SANTOS, 2022). Por outro lado, Conselhos menores podem ser vistos como uma ferramenta mais eficiente para governar a empresa, uma vez que Conselhos grandes sofrerão com problemas de comunicação e, portanto, serão menos ativos nas atividades de monitoramento dos gestores (AL-NAJJAR; CLARK, 2017; VICENTE; FERREIRA, 2020).

Estudos abordam que um número maior de membros no Conselho é vantajoso para a organização, em decorrência de várias situações, tais como: captação de recursos, aumento de competências, *expertise* e conhecimentos dos conselheiros que contribuem para um maior monitoramento da gestão e melhor desempenho da empresa (CAMBREA, 2021; LAZZARETTI; PIEKAS; JULKOVSKI, 2019; SANTOS, 2022).

Alternativamente, outros estudos apontam a existência de uma relação divergente entre o tamanho do Conselho e o desempenho da empresa. Quando o Conselho é composto por vários membros, surgem problemas de comunicação oriundos da dificuldade de todos os conselheiros expressarem suas ideias e opiniões. Logo, o Conselho torna-se menos propenso a funcionar de forma eficaz, pois crescem os problemas de coordenação e governança (VICENTE; FERREIRA, 2020; CRUZ; KIMURA; SOBREIRO, 2019).

Huang, Liao e Chang (2015) pesquisaram a relação entre o tamanho do Conselho de Administração e a retenção de caixa nas empresas de Taiwan. Os autores demonstraram uma relação negativa entre tamanho do Conselho e a retenção de caixa. Adicionalmente, Al-Najjar e Clark (2017) encontraram também uma relação negativa nesse sentido, sendo uma evidência empírica de que os grandes Conselhos são ativos e tendem a reduzir os conflitos de agência.

Dessa forma, espera-se que o tamanho do Conselho de Administração influencie negativamente na retenção de caixa o que culmina na quarta hipótese deste estudo:

H4 – Quanto maior o tamanho do conselho de administração, menor é a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

2.4.5 *Expertise* do Conselho de Administração e a retenção de caixa

O Conselho de Administração reflete o ambiente da empresa e exerce, dentre seus objetivos principais, a maximização de recursos, uma vez que cada membro contribui com diferentes competências, experiências, conexões e reflete a dependência que uma organização pode enfrentar sem o potencial competitivo de seus membros (KREUZBERG; VICENTE, 2022).

Os conselheiros têm um papel essencial como provedores desses recursos nas empresas que podem ser na forma de orientações, conselhos, monitoramento, *networking*. Nesse sentido, os conselheiros fazem parte do capital intangível que consiste em seus atributos pessoais e profissionais que são essenciais para agregar valor à firma (GUSMAO; COLAUTO, 2020).

Os membros do Conselho necessitam possuir habilidades e *expertise* na área de atuação da empresa, incluindo informações sobre mercados e técnicas específicas. Nessa perspectiva, a formação acadêmica é apontada como um considerável atributo do Conselho. Um ativo intelectual, constituído por um conjunto de conhecimentos técnico-científicos, habilidades e experiências adquiridas ao longo de uma trajetória de vida (GUSMÃO; COLAUTO, 2020, JOHNSON; SCHNATTERLY; HILL, 2013).

Nesse sentido, o Conselho de Administração é reconhecido como um grupo de indivíduos que compõem a administração da empresa e leva ao desempenho da governança corporativa. Com base nessa perspectiva, influenciam tanto as estratégias relacionadas à política de retenção de caixa. Sendo assim, essa pesquisa compreende *expertise* financeira como sinônimo de formação acadêmica em contabilidade, economia ou administração (AL AZEEZ *et al.*, 2019; GUSMAO; COLAUTO, 2020).

Pesquisas têm relacionado as características dos Conselhos (por exemplo: *expertise* financeira) com a retenção de caixa nas empresas (AL AZEEZ *et al.*, 2019; CAMBREA, 2021; GUSMAO; COLAUTO, 2020; MENGYUN *et al.*, 2021; SANTOS, 2022). Nesse sentido, Mengyun *et al.* (2021) relacionou a *expertise* financeira do Conselho e a política de retenção de caixa em 100 empresas Paquistanesas. Os autores apresentaram evidências empíricas que associam a *expertise* do Conselho à retenção de caixa.

Dessa forma, espera-se que a *expertise* financeira do Conselho reduza a retenção de caixa o que abrange a quinta hipótese desse estudo:

H5 – A proporção de membros no Conselho de Administração com *expertise* financeira em

contabilidade, economia ou administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

2.4.6 Remuneração do Conselho de Administração e a retenção de caixa

A remuneração do Conselho de Administração refere-se a um custo sistêmico direto relacionado à remuneração dos conselheiros. Esses custos não são uniformes entre as empresas, mas variam dependendo das escolhas estratégicas da organização e das contingências ambientais. (AGUILERA *et al.*, 2008; COLLIN *et al.*, 2017; IBCG, 2018).

De acordo com os Formulários de Referência (item 13.1, p.3) das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3),

a Política de Remuneração do Conselho de Administração tem como objetivo estabelecer as diretrizes que deverão ser observadas e aplicadas para a fixação da remuneração e dos benefícios concedidos aos membros do Conselho de Administração com base:

- I. Nas responsabilidades dos seus membros, considerando os cargos que ocupam e as funções que desempenham,
- II. No tempo dedicado às suas funções,
- III. Na competência e reputação profissional, tendo em vista a sua qualificação, e
- IV. Nas práticas de mercado.

Os estudos com base na Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976) têm enfatizado os papéis de monitoramento por grandes acionistas e conselhos independentes ou o alinhamento de incentivos por propriedade acionária gerencial e estrutura de remuneração. A Teoria da Agência assume que os executivos corporativos irão perseguir o interesse próprio sem considerar os interesses das várias partes interessadas, a menos que sejam monitorados adequadamente ou recebam incentivos apropriados (OH; CHANG; KIM, 2018).

Melis e Rombi (2020) examinaram a remuneração de 5.220 conselheiros independentes que atuaram no Conselho de Administração de 727 grandes empresas não financeiras listadas com sede em 16 países. Os autores fornecem evidências empíricas sinalizando que as relações de agência não são universais e variam de acordo com o nível de responsabilidade do diretor e o ambiente institucional onde a relação entre diretores e acionistas está inserida.

Nesse sentido, Montserrat *et al.* (2011) analisaram a eficácia das características do Conselho e o nível da estrutura de remuneração de seus membros em empresas espanholas no período de 2004 a 2009. Os autores encontraram uma relação significativa entre a composição

do Conselho de Administração e a sua remuneração, avaliando a eficácia do Conselho em sua função de fiscalizador e de controlador da gestão. Ou seja, a remuneração do Conselho pode ser um fator de alinhamento entre os interesses dos conselheiros e dos acionistas nas decisões organizacionais, principalmente em um contexto de concentração acionária.

Conseqüentemente, comparar a remuneração do Conselho com a norma de boa governança pode simplificar o processo de tomada de decisão. Pois, geralmente está associada a maior eficiência e legitimidade. Uma vez que é difícil prever a contribuição individual dos conselheiros para o Conselho, as empresas concederão altas recompensas em termos de remuneração aos Conselhos com diretores que estejam em conformidade com a norma de boa governança (AGUILERA *et al.*, 2008; BOIVIE *et al.*, 2015).

Com base no que foi exposto e com o objetivo de identificar se a remuneração do Conselho influencia a retenção de caixa nas empresas, formula-se a última hipótese dessa pesquisa:

H6 – A remuneração do Conselho de Administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

3 METODOLOGIA

3.1 DELIMITAÇÃO DA AMOSTRA E FONTE DE DADOS

A amostra desse estudo é composta por empresas que negociaram ações listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 e 2019, cuja plataforma de coleta dos dados foi o Economatica® e os Formulários de Referência obtidos no sítio da Comissão de Valores Mobiliários e quando não localizados, foi procedida a busca pelos formulários nos *websites* das respectivas empresas na seção RI: Relação com investidores.

Em sequência, foram excluídas as instituições financeiras, devido as particularidades referentes a estrutura contábil, de regulação e de interpretação de alguns indicadores que diferem das demais empresas. Além disso, devido ao não atendimento dos requisitos para compor a amostra foram excluídas as empresas que não apresentavam dados, tinham dados incompletos e outros¹ que não atendiam aos critérios de classificação setorial pela Bolsa de Valores (B3).

A amostra final totalizou em 234 empresas listadas nos diversos segmentos na B3, totalizando 2.340 observações. A composição da amostra pode ser observada na Tabela 1:

População	409
(-) Setor Financeiro e similares	(63)
(-) Empresas sem dados ou com dados faltantes	(97)
(-) Outros	(15)
Amostra final	234

Fonte: Elaborado pela autora.

As variáveis independentes foram registradas as informações das empresas que compõem a amostra, a partir de um exame dos formulários de referência que foram coletados pelo *website* da CVM ou pelos *websites* das respectivas empresas na seção RI: Relação com investidores. A amostra para os formulários de referência constituiu dados de 2.340 formulários, entretanto não foram encontrados o total de 97 formulários no período de 2010 e 2019 conforme segue demonstrado na Tabela 2:

¹ Outros são empresas que não se classificam nos critérios setoriais da Bolsa de Valores (B3). Para mais informações vide: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/criterio-de-classificacao/

Tabela 2 – Composição da Amostra Formulários de Referência

Quantidade de Formulários de Referência 2010 a 2019	2.340
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2010	(19)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2011	(16)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2012	(15)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2013	(9)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2014	(9)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2015	(9)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2016	(9)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2017	(7)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2018	(2)
(-) Formulários não divulgados / encontrados ano 2019	(3)
Quantidade de Formulários de Referência da amostra final	2.242

Fonte: Elaborado pela autora.

O intervalo temporal dessa pesquisa foi de 2010 e 2019, sendo considerado o limite inicial em decorrência das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) após Instrução Normativa (IN) nº 480/2009 da CVM e o limite final foi até 31 de dezembro de 2019 devido as mudanças econômicas e financeiras geradas no ano de 2020 resultantes da pandemia do Coronavírus (COVID-19) declarada pela Organização Mundial da Saúde (OMS) que provocou uma crise sanitária e econômica em todo o mundo.

O efeito da COVID-19 resultou em medidas de emergência adotadas por governos e empresas para restringir a mobilidade populacional como forma de conter a disseminação do vírus. Consequentemente, ocorreu a redução ou interrupção das atividades econômicas que geraram impactos significativos nos negócios com a baixa na bolsa de valores que refletiram nas informações financeiras fornecidas pelas companhias (BERSILIERA, 2022). Em decorrência disso, a maioria das empresas cujo ano fiscal termina em 31 de dezembro de 2020, tiveram efeitos financeiros diretos em suas demonstrações o que causaria um viés com o objetivo dessa pesquisa.

3.2 SELEÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.2.1 Variável Dependente

A retenção de caixa é medida por diferentes *proxies* na literatura dentre elas: (1) caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo total (AL-NAJJAR, 2015, AL-NAJJAR; CLARK, 2017; BATES; KAHLE; STULZ, 2009; CHEN *et al.*, 2015; FERREIRA; VICENTE, 2020; SANTOS, 2022); (2) caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido (ativo total menos caixa e equivalentes de caixa) (DITTMAR; MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003;

FERREIRA; VILELA, 2004).

A seguir, no Quadro 1, são apresentados a variável, a sigla correspondente, a descrição da variável, a fórmula e os autores que utilizaram as variáveis de retenção de caixa para o modelo.

Quadro 1 – Variável Dependente

Variável	Sigla	Descrição da Variável	Fórmula	Autores
Retenção de Caixa	REC1	Caixa e os equivalentes de caixa pelo ativo total	Razão entre o caixa e os equivalentes de caixa e ativo total	Al-Najjar (2015), Chen <i>et al.</i> (2015), Al-Najjar e Clark (2017), Ferreira e Vicente (2020) e Santos (2022)

Fonte: Elaborado pela autora.

Os estudos de Al-Najjar (2015), Chen et al. (2015), Al-Najjar e Clark (2017), Ferreira e Vicente (2020) e Santos (2022) a mensuração da variável dependente liquidez de caixa consiste em analisar a razão entre o caixa e os equivalentes de caixa e o ativo total.

Adicionalmente, foi considerada uma definição alternativa de retenção de caixa das empresas na regressão. A definição alternativa conforme Quadro 2 foi: (2) caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido (ativo total menos caixa e equivalentes de caixa) (DITTMAR; MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003; FERREIRA; VILELA, 2004).

Quadro 2 – Variável Dependente alternativa

Variável	Sigla	Descrição da Variável	Fórmula	Autores
Retenção de Caixa <i>proxy 2</i>	REC2	Caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido	Razão entre o ativo total menos caixa e equivalentes de caixa	(Ferreira & Vilela, 2004; Santos, 2022)

Fonte: Elaborado pela autora.

3.2.2 Variáveis Independentes

3.2.2.1 Independência do Conselho de Administração (ID)

A Independência do Conselho de Administração é mensurada pela razão entre o número de membros independentes do Conselho e o número total de membros (AL-NAJJAR, 2015; MOURA *et al.*, 2020; SANTOS, 2022). Para coletar os dados da primeira hipótese do estudo (H1), foi feito o uso dos Formulários de Referência (FR) disponibilizados no *website* da CVM e quando não encontrados, foi executada a busca dos formulários pelos sítios eletrônicos das respectivas empresas na seção RI: Relação com investidores. Conforme especificado no Quadro 2.

3.2.2.2 Dualidade do Conselho de Administração (DU)

A dualidade de papéis no Conselho de Administração é representada por uma variável dicotômica que assume o valor um (1) se os cargos de presidente do Conselho de Administração e diretor presidente são ocupados pelo mesmo indivíduo e zero (0) em caso contrário (AL-NAJJAR, 2015, AL AZEEZ et al., 2019, SANTOS, 2022, VICENTE; FERREIRA, 2020).

Inicialmente, foi identificado o Gestor ou CEO entre os indivíduos que compõem a administração da companhia, considerando que o CEO corresponde ao cargo de diretor presidente ou superintendente. Para coletar os dados da segunda hipótese da pesquisa (H2), foi feito o uso dos Formulários de Referência (FR) disponibilizados pelo *website* da CVM e quando não encontrados, foi procedida a busca dos formulários na seção RI: Relação com investidores nos sites das companhias.

3.2.2.3 Gênero do Conselho de Administração (GE)

Para coletar os dados da terceira hipótese (H3) do estudo, diversidade de gênero foi utilizada a razão entre o número de mulheres e o total de membros dos Conselhos (AL-NAJJAR, 2015, AL AZEEZ et al., 2019, SANTOS, 2022). Sendo feito o uso dos Formulários de Referência (FR) disponibilizados pelo *website* da CVM e quando não encontrados, foi procedida a busca dos formulários pelos *websites* das respectivas empresas na seção RI: Relação com investidores.

3.2.2.4 Tamanho do Conselho de Administração (TCA)

O tamanho do Conselho é medido pelo número de membros de cada Conselho. (AL-NAJJAR, 2015, AL AZEEZ et al., 2019, SANTOS, 2022, VICENTE; FERREIRA, 2020). A coleta dos dados também procedeu através do uso dos Formulários de Referência (FR) disponibilizados pelo *website* da CVM e pelos *websites* das respectivas empresas na seção RI: Relação com investidores.

3.2.2.5 Expertise do Conselho de Administração (EX)

A *expertise* financeira, quinta hipótese do estudo (H5) é medida pela razão entre o número de membros com formação em contabilidade, economia ou administração de empresas e o total de membros dos Conselhos (SANTOS, 2022; MENGYUN et al., 2021). Para a coleta foi feita a consulta dos Formulários de Referência (FR) disponibilizados pelo *website* da CVM ou pelos *websites* das respectivas empresas (AL-NAJJAR, 2015; AL AZEEZ et al., 2019).

3.2.2.6 Remuneração do Conselho de Administração (RCA)

Por fim, a sexta hipótese da pesquisa (H6), foram utilizadas duas *proxies* para medir a remuneração dos membros do Conselho de Administração. A primeira foi calculada pela remuneração total dos membros do Conselho e a segunda foi mensurada pelo nível médio da remuneração dos membros do Conselho (DARMADI, 2011, ZITTEI *et al.*, 2015). O objetivo dessa escolha foi identificar qual *proxy* se adapta melhor ao modelo proposto e responde ao objetivo do estudo.

Os dados sobre a remuneração dos membros do Conselho de Administração foram obtidos pelos Formulários de referência (item 13.2 e 13.5), que foram disponibilizados pelo *website* da CVM ou pelos *websites* das respectivas empresas na seção RI: Relação com Investidores. No Quadro 3 são apresentados a descrição dos constructos, as fórmulas aplicadas, os autores dos estudos e suas respectivas referências:

Quadro 3 – Revisão da Literatura Variáveis Independentes do Conselho de Administração

Variável	Sigla	Descrição da Variável	Fórmula	Hipótese	Relação Esperada	Autores
Independência do Conselho de Administração	ID	Razão entre o número de membros independentes do Conselho e o número total de membros do Conselho	Proporção de membros independentes	H1	Positiva	Al-Najjar (2015); Al Azeez et al. (2019); Ferreira e Vicente (2020) e Santos (2022)
Dualidade de papéis do CEO	DU	Dualidade de Papéis do CEO	<i>Dummy</i> : 1: CEO é o presidente do Conselho, 0: Caso contrário.	H2	Positiva	Al-Najjar (2015); Al Azeez et al. (2019); Santos (2022)
Gênero do Conselho	GE	Gênero do Conselho	Proporção de membros do gênero Feminino	H3	Ausência de Relação	Al-Najjar (2015); Al Azeez et al. (2019); Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018);
Tamanho do Conselho de Administração	TCA	Tamanho do Conselho de Administração	Número total de membros do conselho	H4	Negativa	Al Azeez et al. (2019); Ferreira e Vicente (2020) e Santos (2022)
<i>Expertise</i> do Conselho	EX	Razão entre o número de membros com formação em contabilidade, economia ou administração e o total de membros dos Conselhos.	Proporção de membros com <i>expertise</i> financeira	H5	Negativa	Mengyun et al. (2021)
Remuneração dos Conselheiros	RCA	Remuneração total e nível médio da remuneração dos membros do Conselho de Administração	Log (Remuneração total). E Log (Remuneração total) dividido pelo número de membros	H6	Negativa	Zitfei et al., (2015); Darmadi (2011)

Fonte: Elaborado pela autora.

3.2.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle selecionadas foram: tamanho, endividamento, alavancagem, retorno sobre o ativo, dividendos, volatilidade do fluxo de caixa, capital de giro, rentabilidade, crescimento das vendas.

3.2.3.1 Tamanho da Empresa (TAM)

Para a variável Tamanho da empresa (TAM) foi considerada o logaritmo natural do ativo total da empresa. Sendo esperada uma relação negativa entre o tamanho da empresa e a predisposição para retenção de caixa. A coleta os dados para a variável Tamanho foi feita através do *software* Economática®.

3.2.3.2 Alavancagem (ALA)

Para a variável Alavancagem foi considerada a razão entre o passivo exigível e o ativo total. Presume-se que as empresas com maior índice de alavancagem mantenham mais caixa para poder investir em projetos e aumentar o endividamento quando não existirem outras alternativas de financiamento. Portanto, supõe-se uma relação positiva entre a alavancagem e a retenção de caixa (MAHESHAWRI; RAO, 2017, SANTOS, 2022). A plataforma de coleta dos dados foi o *software* Economática®.

3.2.3.3 Retorno sobre o Ativo (ROA)

O retorno sobre os ativos (ROA) é calculado pela razão entre o lucro operacional e o ativo e mostram a porcentagem de quão rentável são os ativos em geração de receita. Empresas com maiores lucros tender a reter mais caixa, por terem uma menor dependência de recursos externos (CAMBREA *et al.*, 2019). A plataforma de coleta dos dados foi o *software* Economática®.

3.2.3.4 Dividendos (DIV)

Os dividendos são calculados da seguinte forma: a razão entre os dividendos pagos e o ativo total. Segundo Atif, Liu e Huang (2019) “O pagamento de dividendos é um fator que explica a liquidez do caixa. Pois, as companhias podem estabelecer o volume de caixa a reter para o pagamento de dividendos aos *stakeholders*”. A plataforma de coleta dos dados para essa variável foi o *software* Economática®.

3.2.3.5 Volatilidade do Fluxo de Caixa (VFC)

Baseado em Diaw (2021) a volatilidade do fluxo de caixa será a razão entre o caixa oriundo das atividades operacionais e o ativo total. Dessa maneira, empresas com volatilidade de caixa tendem a reter mais caixa. Sendo que, o efeito do fluxo de caixa sobre o caixa é relativamente maior para grandes empresas (DIAW, 2021, GOMES; DA SILVA; DA CUNHA, 2020).

As empresas com mais volatilidade de fluxos de caixa são mais propensas a obterem mais oportunidades de investimento e menor necessidade aos recursos de terceiros. Sendo assim, espera-se uma relação positiva entre o fluxo de caixa e a retenção de caixa (VICENTE; FERREIRA, 2020). A plataforma de coleta dos dados foi o *software* Economática®.

3.2.3.6 Crescimento das Vendas (CV)

O crescimento das vendas, razão entre a diferença das vendas em t e t-1 e o ativo. As vendas podem ser reputadas como oportunidades de crescimento e geração de caixa para a organização. Cambrea *et al.* (2021). A plataforma de coleta dos dados foi o *software* Economática®.

3.2.3.7 Capital de Giro (CG)

Por fim, o Capital de Giro (CG) foi calculada a razão entre a diferença do ativo e passivo circulantes e ativo total. Os dados foram extraídos do *software* Economática®. O capital de giro está inversamente relacionado com a retenção de caixa. (BATES; KAHLE; STULZ, 2009, FERREIRA *et al.*, 2018). Sendo assim, espera-se uma relação inversa entre capital de giro líquido e retenção de caixa. No Quadro 4 são descrito os constructos, as fórmulas, os autores das pesquisas e suas respectivas referências:

Quadro 4 – Revisão da Literatura sobre as Variáveis de Controle da pesquisa

Variável	Sigla	Descrição da Variável	Fórmula	Relação Esperada	Autores
Tamanho da Empresa	TAM	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Negativa	(2008); Al-Najjar (2015); Ferreira e Vicente (2020) e Santos (2022)
Alavancagem	ALA	Razão entre a soma da dívida de curto e longo prazo e o ativo total	Razão entre o passivo exigível e o ativo total	Positiva	Maheshawri e Rao (2017); Santos (2022)
Retorno sobre o ativo	ROA	Retorno sobre o ativo	Razão entre o lucro operacional e o ativo	Positiva	Cambrea et al. (2019); Santos, (2022)
Dividendos	DIV	Dividendos	Razão entre os dividendos pagos e o ativo	Positiva	Atif et al. (2019)
Volatilidade do Fluxo de Caixa	VFC	Razão entre o caixa gerado pelas atividades operacionais e o ativo total.	Razão entre o fluxo de caixa e ativo total	Positiva	Diaw (2021)
Crescimento das Vendas	CV	Diferenças das vendas em determinado período	Razão entre a diferença das vendas em t e t-1 e o ativo total	Positiva	Cambrea, Tenuta e Vastola (2021); Santos, (2022)
Capital de Giro	CG	Diferença entre os recursos em caixa e as despesas e contas a pagar.	Razão entre a diferença do ativo e passivo circulantes e ativo total	Negativa	Santos, (2022); Bates, Kahle e Stulz (2009)

Fonte: Elaborado pela autora.

3.3 ANÁLISE DESCRITIVA

Com o objetivo de identificar o modelo de regressão mais adequado à análise dos dados foram descritos os limites da variável dependente, das variáveis independentes e de controle. Sendo assim, apresenta-se, neste tópico da metodologia, a estatística descritiva do modelo econométrico apropriado.

As informações descritas na Tabela 3 relatam a estatística descritiva dos valores mínimos e máximos, as medidas de tendência central (Média Aritmética e Mediana) e a medida

de dispersão dos dados (Desvio Padrão) da variável dependente retenção de caixa (REC1) e das variáveis independentes: Tamanho do Conselho (TCA), Individualidade do Conselho (IND), Gênero do Conselho (GE), *Expertise* do Conselho (EX), Dualidade do Conselho (DU), Remuneração do Conselho (RCA).

Tabela 3– Análise Descritiva

Variáveis	Obs.	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão
REC1	2.340	0,0000	0,7896	0,0826	0,0534	0,0972
TCA	2.340	1,0000	30,0000	8,7720	8,0000	4,8358
IND	2.340	0,0000	0,9000	0,2001	0,1400	0,2183
GE	2.340	0,0000	1,0000	0,0944	0,0000	0,1389
EX	2.340	0,0000	0,9000	0,3702	0,3600	0,2111
DU	2.340	0,0000	1,0000	0,2550	0,0000	0,4345
RCA	2.340	0,0000	18,0000	11,5600	12,0000	3,0273

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora

A variável dependente Retenção de Caixa (REC1) apresentou média igual a (0,0826), ou aproximadamente uma média de 9% de retenção de caixa nas empresas. O valor mínimo igual a zero (0) e valor máximo (0,7896) para a variável dependente demonstram que existe empresas na amostra que não retém caixa. O Desvio Padrão ou a dispersão em relação à média para essa variável apresentou resultado de (0,0972).

Quanto às características da composição dos Conselhos, observa-se que o tamanho médio dos Conselhos é de aproximadamente nove conselheiros (8,7720) e o número máximo é de trinta (30) conselheiros. Em relação ao número mínimo de conselheiros (1) pode-se inferir que na amostra existem empresas que não atenderam aos requisitos do Art. 140 da Lei 6.404/96 que dispõe sobre as Sociedades por Ações (S/A) e especifica que “o Conselho de Administração será composto por, no mínimo, três (3,0) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo”. O desvio padrão (4,8358) dessa variável foi relativamente maior comparando com as demais variáveis do estudo.

Quanto a independência do Conselho, o percentual médio de membros independentes pertencentes ao Conselho de Administração é de 20%. Conforme os valores apresentados do mínimo (0) e o valor máximo (0,9) da variável (IND). Nesse sentido pode-se inferir que há Conselhos que não possuem em seu quadro membros independentes. O Desvio Padrão ou a dispersão em relação à média para essa variável apresentou resultado de (0,2183).

Em relação ao gênero, aproximadamente nove por cento (0,0944) dos membros dos Conselhos são do gênero feminino, existindo Conselhos com número mínimo (0) e com número máximo de um (1) membros do gênero feminino. Na amostra infere-se que existe um percentual muito baixo de mulheres integrando os Conselhos de Administração das empresas.

Aas composições dos Conselhos possuem (0,3702) dos conselheiros com formações em áreas de contabilidade, administração ou economia. Adicionalmente, existem Conselhos com nenhum membro (0) com *expertise* financeira na área de finanças e Conselhos de Administração com até (0,9) dos membros com *expertise* nessa área de formação. O Desvio Padrão apresentou resultado (0,2111) de variabilidade em relação à média.

No que tange à dualidade do CEO, em média, (0,2550) das companhias possuem o mesmo indivíduo ocupando as funções de presidente do Conselho de administração e diretor-presidente / superintendente da companhia. O número mínimo foi de zero (0) e o máximo de um (1). O Desvio Padrão para a variável (DU) apresentou resultado de (0,4345).

Por fim, a Remuneração do Conselho de Administração (RCA) apresentou valor médio de Ln (11,56), valor mínimo igual a zero (0) e valor máximo da remuneração em Ln foi de até (18) do fluxo de caixa das empresas. Infere-se que na amostra existem empresas que optam por uma política corporativa que não remunera os membros do Conselho de Administração.

Nesse sentido, os formulários de referência estabelecem no item 13.2 que aborda a “Remuneração total do Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal” onde estabelece que por decisão da Assembleia Geral os membros do Conselho de Administração podem não ser remunerados. O desvio padrão para a variável (RCA) foi de (3,0273) para a dispersão dos dados em relação à média.

As informações descritas na Tabela 4 relatam a estatística descritiva dos valores mínimos e máximos, as medidas de tendência central (Média Aritmética e Mediana) e a medida de dispersão dos dados (Desvio Padrão) das variáveis de controle: Tamanho da empresa (TAM), Alavancagem (ALV), Retorno sobre Ativos (ROA), Dividendos (DIV), Volatilidade do Fluxo de Caixa (VFC), Crescimento das Vendas (CV) e Capital de Giro (CG).

Tabela 4 – Análise Descritiva variáveis de Controle

Variáveis	Obs.	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão
TAM	2.340	14,0000	34,0000	24,0200	24,0000	1,2519
ALV	2.340	0,0130	9,5475	0,6879	0,5927	0,7070
ROA	2.340	-0,7143	0,8721	0,1819	0,1490	0,1508
DIV	2.340	-8,2521	0,0000	-0,0521	-0,0104	0,4077
VFC	2.340	-1,4096	0,9434	0,0876	0,0921	0,1235
CV	2.340	-8,0427	7,0225	0,0754	0,0175	0,4806
CG	2.340	-7,8280	0,9266	0,0909	0,1172	0,4564

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora

Sobre a variável Tamanho da empresa (TAM), expressa em logaritmo natural, observa-se uma média das empresas do Ln (24). O número mínimo foi de (14) e o máximo de (34). O

desvio padrão para a variável (TAM) apresentou o maior valor (1,2519) comparado com as demais variáveis de controle do modelo e com a variável retenção de caixa.

A variável Alavancagem (ALV), apresentou valor mínimo de (0,0130) e valor máximo de (9,5475). Observa-se para as medidas de tendência central uma média de (0,6879) e mediana de (0,5927), já o Desvio Padrão ou a dispersão em relação à média para essa variável apresentou resultado de (0,7070).

Por sua vez, o Retorno sobre o ativo (ROA) teve um valor mínimo de (-0,7143) e máximo de (0,8721), apresentando valor da média de (0,1819) e mediana (0,1490). O Desvio Padrão apresentou resultado de (0,1508), ou seja, pouca variabilidade em relação à média (0,1819).

Já os Dividendos (DIV) apresentaram valor mínimo de (-8,2521) e máximo de (0). Infere-se que existem empresas que não distribuíram dividendos no período. O valor da média de (-0,0521) e mediana (0,0104) sendo que o Desvio Padrão apresentou resultado de (0,4077).

Quanto à volatilidade do Fluxo de Caixa (VFC), essa variável teve valor mínimo de (-1,4096) e máximo de (0,9434). As medidas de tendência central (média aritmética e mediana) apresentaram valores de (0,0876) e (0,0921) respectivamente. O Desvio Padrão para a variável (VFC) foi de (0,1235) sendo o menor desvio apresentado dentro do conjunto das variáveis analisadas.

Em relação ao Crescimento das Vendas (CV) teve valor mínimo de (-8,0427) e máximo de (7,0225), apresentando medidas de tendência central (média aritmética e mediana) de (0,0754) e (0,0175) respectivamente, com Desvio Padrão de (0,4806).

Por fim, o Capital de Giro (CG) teve valor mínimo de (-7,8280) e máximo de (0,9266). As medidas de tendência central (média aritmética e mediana) apresentaram valores de (0,0909) e (0,1172) respectivamente e seu Desvio Padrão foi de (0,4564).

Conseqüentemente ao exposto, na análise descritiva das variáveis da pesquisa foi identificado o modelo econométrico que atenderia a melhor estimação dos dados e será discutido no próximo tópico.

3.4 MODELO ECONOMÉTRICO

A pesquisa tem como objetivo verificar a relação entre a composição do Conselho de Administração e a retenção de caixa em uma amostra composta por 234 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 a 2019. Para isso, foi utilizada a metodologia de

dados em painel desbalanceado que é aplicada em múltiplos fenômenos observados em vários períodos para as mesmas empresas ou indivíduos.

Essa metodologia proporciona realizar exames de unidades (empresas) “com diferentes características e maior número de observações, “somando os graus de liberdade e reduzindo a colinearidade das variáveis exógenas², assim como há a possibilidade de lidar com um provável viés de variável(is) omitida(s)” (HSIAO, 1986, p.53). Os dados em painel podem ser mais “otimizados em detectar os efeitos que não são observados em um corte transversal ou em uma série temporal” (MANZANEQUE, MERINO e BANEGAS, 2011, p. 12).

“As estimações em painel tradicionais consideram variáveis dependentes contínuas e com distribuições apropriadas” (FÁVERO *et al.*, 2009, p. 101; RODRIGUES, 2015). Porém, há outros métodos que usam variáveis que não apresentam as características das estimações em painel tradicionais. No caso de variáveis dependentes serem censuradas ou truncadas. Nesse sentido, uma amostra censurada deve ser distinguida de uma amostra truncada, na amostra censurada as informações do regressando são disponíveis apenas para algumas observações (GUJARATI; PORTER, 2010, RODRIGUES, 2015; WOOLDRIDGE, 2002).

Amostras de estudos financeiros que apresentam observações com valores censurados em zero utilizam o modelo Tobit com o objetivo de não enviesar a estimação dos dados que tem como característica a concentração de observações em um ou mais limites como acontece com a retenção de caixa, onde as companhias podem decidir não reter caixa em um determinado período. Nesse caso, abordagens tradicionais qualificam variáveis com distribuições ininterruptas, não sendo adequadas para amostras que possuem tais características. (RODRIGUES,2016, FORTI; PEIXOTO; ALVES,2015, COLOMBO,2011)

Sendo assim, o modelo Tobit Pooled para dados em painel foi proposto como o mais apropriado para a especificação da amostra devido a variável dependente possuir valores iguais a zero e assumir apenas valores positivos, tornando a amostra censurada a esquerda. A partir do que foi exposto anteriormente e visando ao alcance do melhor modelo empírico para relacionar as variáveis do estudo, utilizar-se-á no software R o modelo econométrico:

$$REC_{it} = \beta_1 ID_{it} + \beta_2 DU_{it} + \beta_3 GE_{it} + \beta_4 TCA_{it} + \beta_5 EX_{it} + \beta_6 RCA_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 ALA_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} DIV_{it} + \beta_{11} VFC_{it} + \beta_{12} CV_{it} + \beta_{13} CG_{it} + u_{it} \text{ se } REC > 0$$

² Variáveis exógenas podem ser consideradas como: correntes, defasadas e endógenas defasadas; “seus valores não são determinados pelo modelo no período atual”. Gujarati, D., & Porter, D. (2010, p. 19). Econometria

$$\text{REC} = 0$$

Caso Contrário

(3.1)

Em que:

REC_{it} = Retenção de caixa da empresa i ; no ano t

ID_{it} = Independência do Conselho da empresa i ; no ano t

DU_{it} = Dualidade do Conselho, uma *dummy* para a empresa i ; no ano t

GE_{it} = Gênero do Conselho para a empresa i ; no ano t

TCA_{it} = Número de membros do Conselho da empresa i ; no ano t

EX_{it} = *Expertise* do Conselho com formação em contabilidade, economia ou administração da empresa i ; no ano t

RCA_{it} = Remuneração do Conselho da empresa i ; no ano t

TAM_{it} = Logaritmo natural Tamanho do ativo total da empresa i ; no ano t

ALA_{it} = Alavancagem da empresa para a empresa i ; no ano t

ROA_{it} = Retorno sobre o ativo da empresa para a empresa i ; no ano t

DIV_{it} = Dividendos da empresa para a empresa i ; no ano t

VFC_{it} = Volatilidade do fluxo de caixa para a empresa i ; no ano t

CV_{it} = Crescimento das vendas para a empresa i ; no ano t

CG_{it} = Capital de Giro para a empresa i ; no ano t

u_{it} = o termo de erro para a empresa i ; no ano t

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 ANÁLISE MULTICOLINEARIDADE DO MODELO

Conforme Tabela A1 (APÊNDICE A) foi identificado alta correlação para a variável (RCA) Remuneração do Conselho de Administração que foi subdividida em remuneração total (RET) e remuneração média (REM) dos conselheiros. Ambas foram estimadas e apresentaram uma correlação de (0,96). Sendo assim, optou-se por retirar do modelo a remuneração total (RET) e considerar apenas a remuneração média (REM) que apresentou melhor estimação dos dados.

Após realizar a segunda análise de multicolinearidade (sem a variável RET) constatou-se pela Tabela A.2 (APÊNDICE A) que o problema de multicolinearidade foi sanado, a maior correlação para a variável (RCA) foi (0,22). Ou seja, os dados não apresentaram mais multicolinearidade e o modelo pôde ser estabelecido contando com quinze variáveis.

A Tabela 5 apresenta os resultados do teste VIF, sendo efetuada a análise concernente a presença de Multicolinearidade. O teste VIF apresentou alta variação para (RCA) quando foi considerada no modelo a remuneração total (RET) e a remuneração média (REM) com resultados de aproximadamente (28,25) e (27,26) respectivamente.

Tabela 5 – Fator de Inflação da Variância (VIF)

Modelo 1			Modelo 2		
Variáveis	Sigla	VIF	Variáveis	Sigla	VIF
Tamanho do Conselho	TCA	1,88	Tamanho do Conselho	TCA	1,26
Individualidade	IND	1,14	Individualidade	IND	1,14
Gênero	GE	1,11	Gênero	GE	1,11
<i>Expertise</i>	EX	1,04	<i>Expertise</i>	EX	1,04
Dualidade	DU	1,24	Dualidade	DU	1,24
Remuneração Total do Conselho	RET	28,25	Remuneração Média do Conselho	REM	1,23
Remuneração Média do Conselho	REM	27,26			
Tamanho da empresa	TAM	1.00	Tamanho da empresa	TAM	1.00
Alavancagem	ALV	2.24	Alavancagem	ALV	2.24
Retorno do ativo	ROA	1.26	Retorno do ativo	ROA	1.26
Dividendos	DIV	1.00	Dividendos	DIV	1.00
Volatilidade Fluxo de Caixa	VFC	1.38	Volatilidade Fluxo de Caixa	VFC	1.38
Crescimentos Vendas	CV	1.07	Crescimentos Vendas	CV	1.07
Capital de Giro	CG	2.14	Capital de Giro	CG	2.14

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora

Para resolver o problema de multicolinearidade relacionado ao VIF, optou-se por retirar a variável que apresentou maior variação (RET). Após realizar a segunda análise de multicolinearidade (sem a variável RET) constatou-se pelo modelo 2 que o problema de multicolinearidade foi sanado e o VIF obtido para a variável (RCA), considerando apenas a Remuneração Média (REM) foi de (1,23), não apresentando mais multicolinearidade.

Para as variáveis de controle, infere-se que os resultados do cálculo VIF, não apresentaram problemas de multicolinearidade. Pois, o percentual máximo de variância compartilhada apresentou dados entre o mínimo de (1,00) e máximo de (2,24).

4.2 ESCOLHA DO MODELO

O critério de informação de Akaike (AIC) é uma métrica que quantifica a qualidade de um modelo empírico fornecendo um parâmetro para comparação e seleção de modelos, em que os valores menores de AIC representam uma maior qualidade para a estimação dos dados. Considerando o (AIC), entre as estimações para os modelos Tobit Pooled e Tobit Efeitos Aleatórios, o modelo que melhor representa a estimação dos dados da amostra é o modelo de Tobit Efeitos Aleatórios, conforme Tabela 6.

Tabela 6 – Qualidade do Critério de Ajuste (AIC)

Critério	Tobit Pooled	Tobit E.A
AIC	-4.204,53	-4.227,206

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora.

4.3 ESTIMATIVAS DO MODELO MELHOR AJUSTADO

O modelo econométrico Tobit Efeitos Aleatórios foi estimado de forma irrestrita e restrita, apresentando resultados conforme Tabela 7:

Tabela 7- Estimções do modelo Tobit Efeitos Aleatórios

Modelo Irrestrito						Modelo Restrito					
Variáveis	Coef.	Erro Padrão	Valor-t	Valor-p	Sign.	Variáveis	Coef.	Erro Padrão	Valor- t	Valor-p	Sign.
IND	0,0089	0,0128	0,6920	0,4887		IND	-	-	-	-	
DU	0,0109	0,0051	2,1060	0,0352	*	DU	0,0088	0,0049	1,8060	0,0708	*
GE	-0,0243	0,0160	-1,5180	0,1290		GE	-	-	-	-	
TCA	0,0005	0,0006	0,9790	0,3274		TCA	-	-	-	-	
EX	0,0245	0,0101	2,4110	0,0159	*	EX	0,0243	0,0100	2,4240	0,0153	***
RCA	-0,0002	0,0006	-0,4240	0,6716		RCA	-	-	-	-	
TAM	-0,0006	0,0013	-0,4960	0,6200		TAM	-	-	-	-	
ALV	-0,0054	0,0041	-1,3000	0,1935		ALV	-	-	-	-	
ROA	0,0169	0,0223	0,7590	0,4479		ROA	-	-	-	-	
DIV	-0,0023	0,0037	-0,6190	0,5358		DIV	-	-	-	-	
VFC	0,0372	0,0186	1,9900	0,0466	*	VFC	0,0477	0,0154	3,0980	0,0019	***
CV	-0,0026	0,0033	-0,7940	0,4274		CV	-	-	-	-	
CG	0,0280	0,0059	4,7300	2.24e06	***	CG	0,0315	0,0041	7,5330	4.98e14	***

Notas:	Notas:
Nível de significância (Sign.):	Nível de significância (Sign.):
*** 1% ** 5% * 10% respectivamente	*** 1% ** 5% * 10% respectivamente
AIC: -4.216,058	AIC: -4.227,206

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora

Destaca-se que a retirada das variáveis independentes e de controle do modelo foi estabelecida pelo critério de seleção das variáveis que apresentavam, gradativamente, resultados de maior p-valor. De acordo com os dados, foi verificado na análise dos coeficientes (AIC) a qualidade estatística dos modelos sendo o modelo Tobit Efeitos Aleatórios o que apresentou o melhor AIC (-4.227,206).

Os dados da análise inferencial do modelo melhor ajustado apresentaram resultados demonstrando que não há significância estatística ao nível de 10% entre a variável dependente Retenção de caixa (REC1) e as variáveis independentes: Individualidade (IND), Gênero do Conselho (GE), Tamanho do Conselho (TCA), Remuneração do Conselho (RCA). Por outro lado, os resultados demonstraram significância estatística entre: *Expertise* (EX) e Dualidade do CEO (DU).

Dentre as variáveis de controle, as que apresentaram significância estatística foram: Volatilidade do Fluxo de Caixa (VFC) e Capital de giro (CG), conforme evidencia a Tabela 7.

4.3 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E HIPÓTESES

Quadro 5 – Resumo das Hipóteses

Hipótese	Descrição	Relação Esperada	Resultado
H1	A independência do conselho de administração influencia positivamente a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.	Positiva	Rejeita-se
H2	A dualidade do CEO está positivamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.	Positiva	Não se rejeita
H3	A proporção de mulheres no conselho de administração não exerce influência sobre a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.	Ausência de Relação	Não se rejeita
H4	Quanto maior o tamanho do conselho de administração, menor é a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.	Negativa	Rejeita-se
H5	A proporção de membros no conselho de administração com <i>expertise</i> financeira em contabilidade, economia ou administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.	Negativa	Não se rejeita
H6	A remuneração do conselho de administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.	Negativa	Rejeita-se

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados das análises demonstram que não há significância estatística ao nível de 10% entre a variável dependente Retenção de caixa (REC1) e a variável independência do Conselho (IND). Nesse sentido, os resultados das estimações não confirmam a primeira hipótese levantada deste estudo: **H1**: A independência do Conselho de Administração influencia positivamente a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Esses resultados corroboram aos achados de Santos (2022) que não encontrou evidências empíricas estatisticamente significantes para explicar a influência da independência do Conselho de Administração na liquidez de caixa e não corroboram aos achados de Tortoli e Moraes (2016) e de Vicente e Ferreira (2020). Os autores, apontam evidências empíricas que as empresas que possuem maior quantidade de conselheiros independentes no Conselho de Administração tendem a reter mais caixa.

Em relação a segunda hipótese do estudo, não se rejeita **H2**: A dualidade do CEO está positivamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3. Apresentando um índice de significância de (0,0708), esse resultado corrobora aos resultados da pesquisa em âmbito nacional de Vicente e Ferreira (2020) e aos achados, em âmbito internacional, Cambrea et al. (2022) que encontraram impactos positivos da dualidade CEO na retenção de caixa, o que implica uma estrutura de governança mais vulnerável.

A pesquisa de Ponomareva et al. (2022) abordou que a presença do CEO no Conselho também pode ser um indicador de forte poder gerencial em relação ao Conselho. Assim, é possível que este CEO possa influenciar o Conselho a aumentar a remuneração dos executivos e/ou do Conselho.

Em relação a política de retenção de caixa, os resultados apontam que a presença da dualidade do CEO é um fator de influência dessa relação, mesmo não existindo um consenso nas pesquisas relacionando se essa dualidade no Conselho pode reduzir os conflitos de agência ou pode resultar em oportunismo gerencial.

A variável Gênero apresentou um p-valor acima de 10%. Sendo assim, não rejeita-se a terceira hipótese desse estudo H3: A proporção de mulheres no Conselho de Administração não exerce influência sobre a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Esses resultados corroboraram aos resultados dos estudos de Cambrea (2019) e Atif et al. (2019) destacando que uma maior representação feminina no Conselho não tem influência sobre a retenção de caixa. Adicionalmente, Tosun e Lin (2022) mostram que se houver mais diretoras nos Conselhos das empresas, não há efeito sobre a retenção de caixa.

Destaca-se que mesmo não apresentando significância estatística na amostra, infere-se que existe um percentual relativamente baixo de mulheres integrando os Conselhos das empresas. Nesse sentido, a pesquisa corrobora aos achados de Santos (2022). O autor não encontrou resultados que demonstrassem que a proporção de mulheres teria impacto na liquidez de caixa. Esse resultado pode ser elucidado pelos números relativamente baixos de mulheres que fazem parte nos Conselhos das empresas.

Para a variável Tamanho do Conselho (TCA) não houve significância estatística ao nível de 10%. Logo, rejeita-se a quarta hipótese do estudo **H4** – Quanto maior o tamanho do Conselho de Administração, menor é a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3. Os resultados de Vicente e Ferreira (2020) corroboram os achados dessa pesquisa. Segundo os autores, por falta de significância estatística ou pela falta de um consenso nas pesquisas sobre

o tamanho ideal do Conselho de Administração não infere-se influência na retenção de caixa.

Em relação a *Expertise* do Conselho de Administração (EX) não se rejeita a quinta hipótese do estudo com um nível de significância de aproximadamente 1% ou (0,0153) **H5** – A proporção de membros no Conselho de Administração com *expertise* financeira em contabilidade, economia ou administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Esses resultados não corroboram aos achados de Santos (2022). O autor apresentou evidências empíricas que a *expertise* financeira aumenta os valores de caixa nas empresas. Entretanto, Mengyun et al. (2021) inferem que as empresas que possuem mais membros nos Conselhos com *expertise* financeira tendem a reter menos caixa.

Por fim, rejeita-se a hipótese **H6** – A remuneração do Conselho de Administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3. Nesse sentido, os resultados dessa pesquisa não corroboram aos achados de Montserrat et al. (2011). Os autores encontraram uma relação significativa entre a composição do Conselho de Administração e a sua remuneração, avaliando a eficácia do Conselho em sua função de fiscalizador e controlador da gestão.

4.5 ANÁLISE DE ROBUSTEZ

Os resultados a seguir são fundamentados em testes adicionais, realizados com o intuito de analisar a persistência dos achados encontrados com a primeira variável (REC1). Dessa forma, foi considerada uma definição alternativa de retenção de caixa para os testes de robustez. Considerando uma *proxy* adicional alternativa: REC2 (2) caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido (ativo total menos caixa e equivalentes de caixa). Conforme demonstrado no Quadro 6:

Quadro 6 – Variável Dependente *proxy* alternativa

Variável	Sigla	Descrição da Variável	Fórmula	Autores
Retenção de Caixa <i>proxy</i> 2	REC2	Caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido	Razão entre o ativo total menos caixa e equivalentes de caixa	(Santos, 2022; Ferreira et al., 2018)

Fonte: Elaborado pela autora.

As informações descritas na Tabela 8 relatam a estatística descritiva dos valores mínimos e máximos, as medidas de tendência central (Média Aritmética e Mediana) e a medida de dispersão dos dados (Desvio Padrão) das variáveis dependentes alternativas de retenção de caixa (REC2).

Tabela 8 – Análise Descritiva *proxy* alternativa

Variáveis	Obs.	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
REC2	2.340	0,0000	0,9874	0,0941	0,5575	0,1168

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora

A segunda variável alternativa de Retenção de Caixa (REC2) apresentou média igual a (0,0941) ou aproximadamente uma média de 9% de retenção de caixa nas empresas. O valor mínimo igual a zero (0) e valor máximo (0,9874) demonstram que existe empresas na amostra que não retém caixa. O Desvio Padrão ou a dispersão em relação à média para essa variável apresentou resultado de (0,1168). Os resultados da análise descritiva da *proxy* alternativa (REC2) são similares aos resultados descritivos da *proxy* principal (REC1) na pesquisa. Conforme Tabela 9:

Tabela 9 – Estimações do modelo restrito comparativo REC1, REC2

Modelo Restrito Tobit E.A REC1			Modelo Restrito Tobit E.A REC2		
Variáveis	Coef.	Erro Padrão	Variáveis	Coef.	Erro Padrão
DU	0,0088	0,0049	DU	0,0039	0,0068
EX	0,0243	0,0100	EX	0,0292	0,0144
VFC	0,0477	0,0154	VFC	0,0765	0,0222
CG	0,0315	0,0041	CG	0,0379	0,0064

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora

Pode-se inferir da análise de robustez da segunda (2) *proxy* alternativa para a retenção de caixa (REC2) composta pelo caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido (ativo total menos caixa e equivalentes de caixa), apresentou resultados similares a variável dependente (REC1) composta pelo caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo total.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa pesquisa investigou a relação entre a composição do Conselho de Administração e a retenção de caixa. Utilizando uma amostra de 234 companhias abertas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 e 2019. Para tanto, foram empregados modelos de regressões para dados em painel desbalanceado considerando as variáveis de forma irrestrita e restrita para testar seis (6) hipóteses relacionadas a composição do Conselho de Administração e sua influência sobre a retenção de caixa nas empresas.

As evidências empíricas encontradas demonstram que a Governança Corporativa por meio da composição do Conselho de Administração, *Expertise* (EX) e Dualidade do CEO (DU), influenciam a retenção de caixa das empresas e pode ser um fator de interferência nas políticas corporativas de financiamento do capital, sobretudo em decorrência dos conflitos de interesses que podem mudar os direcionamentos das demais decisões organizacionais.

Nesse sentido, os resultados do modelo econométrico Tobit Efeitos Aleatórios, demonstraram uma associação estatisticamente não significativa ao nível de 10% sobre a primeira hipótese desse estudo **H1**: A independência do Conselho de Administração influencia positivamente a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Sobre a segunda hipótese da pesquisa Dualidade do Conselho (DU) os resultados demonstraram significância estatística ao nível de 10%. Logo, não rejeita-se a segunda hipótese do estudo **H2**: A dualidade do CEO está positivamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

A variável Gênero, não apresentou resultados significantes estatisticamente com um p-valor acima de 10%. Logo, não rejeita-se a terceira hipótese do estudo **H3**: A proporção de mulheres no Conselho de Administração não exerce influência sobre a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Já no que concerne a variável Tamanho do Conselho (TCA), as evidências apontam significância estatística ao nível de 10%. Assim, rejeita-se a quarta hipótese do estudo **H4** – Quanto maior o tamanho do Conselho de Administração, menor é a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Em relação a *Expertise* do Conselho de Administração (EX) não rejeita-se a quinta hipótese do estudo **H5** – A proporção de membros no Conselho de Administração com *expertise* financeira em contabilidade, economia ou administração está negativamente associada à

retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Por fim, rejeita-se a hipótese **H6** – A remuneração do Conselho de Administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Conclui-se que as empresas com estruturas de Governança Corporativa mais frágeis podem representar um monitoramento insatisfatório da gestão. Concomitantemente, um Conselho de Administração que não exerce, de forma efetiva suas funções, abre brechas para atuações oportunistas dos gestores que em graus elevados podem desencadear em escândalos ou fracassos corporativos.

Como limitantes desse estudo, pode-se citar a pesquisa ter sido feita em um único país. Não é de conhecimento aprofundado até onde os resultados podem ser estendidos fora do mercado financeiro brasileiro. Porém, pela literatura de outros estudos, os fatores culturais influenciam em algumas variáveis como a remuneração do Conselho.

Sugere-se para pesquisas futuras que seja utilizada a análise por segmentos adicionando outros países, pois este tipo de análise difere em várias dimensões, permitindo variar as influências hipotéticas e a replicação da pesquisa em outros modelos econométricos. Sugere-se, também, que a variável Retenção de Caixa seja associada com outras variáveis que possam, adicionalmente, descrever e explicar as mudanças contábeis praticadas para a gestão de liquidez do caixa.

REFERÊNCIAS

ACHARYA, Viral V.; ALMEIDA, Heitor; CAMPELLO, Murillo. (2007) Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. **Journal of financial intermediation**, v. 16, n. 4, p. 515-554.

AGUILERA, R., FILATOTCHEV, I., GOSPEL, H., & JACKSON, G. (2008). An Organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. **Organization Science**, 19(3), 475–492.

AKHTAR, Tahir et al. Corporate governance and cash holdings: the way forward. **Qualitative Research in Financial Markets**, 2017.

AKPAN, Edem Okon; AMRAN, Noor Afza. Board characteristics and company performance: Evidence from Nigeria. **Journal of Finance and Accounting**, v. 2, n. 3, p. 81-89, 2014.

ALMOR, T.; BAZEL-SHOHAM, O.; LEE, S. M. The dual effect of board gender diversity on R&D investments. **Long Range Planning**, v. 52, n. 3, p. 1-23, 2019

AL AZEEZ, Hosam Alden Riyadh et al. The impact of board characteristics on earnings management in the international oil and gas corporations. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 23, n. 1, p. 1-26, 2019.

ALMEIDA, Heitor; CAMPELLO, Murillo; WEISBACH, Michael S. The cash flow sensitivity of cash. **The journal of finance**, v. 59, n. 4, p. 1777-1804, 2004.

ALMEIDA, Heitor et al. Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey. **Annual Review of Financial Economics**, v. 6, n. 1, p. 135-162, 2014.

AL-NAJJAR, Basil. The Effect of Governance Mechanisms on Small and Medium-Sized Enterprise Cash Holdings: Evidence from the United Kingdom. **Journal of Small Business Management**, v. 53, n. 2, p. 303-320, 2015.

AL-NAJJAR, Basil. The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. **International business review**, v. 22, n. 1, p. 77-88, 2013.

AL-NAJJAR, Basil; CLARK, Ephraim. Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 1-12, 2017.

ALVES, Rayara Santos; PEREIRA, Antonio Gualberto; BISPO, Jorge Souza. A relação entre o *turnover* do CEO e a retenção de caixa das empresas de capital aberto sob a restrição de crises econômicas no Brasil. *In: 22º USP International Conference in Accounting., 2022*, São Paulo. Anais do USP International Conference in Accounting e do Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2022.

ASSUNÇÃO, Renata Rouquayrol et al. Organizational complexity and corporate governance in major public companies in Brazil. **Enfoque**, v. 33, n. 1, p. 105, 2014.

ATIF, Muhammad; LIU, Benjamin; HUANG, Allen. Does board gender diversity affect corporate cash holdings? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 46, n. 7-8, p. 1003-1029, 2019.

BATES, Thomas W.; KAHLE, Kathleen M.; STULZ, René M. Why do US firms hold so much more cash than they used to? **The journal of finance**, v. 64, n. 5, p. 1985-2021, 2009.

BERSILIERA, Josiane. **Os reflexos da pandemia covid-19 nas demonstrações financeiras das companhias abertas brasileiras**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

BERTONI, Fabio; MEOLI, Michele; VISMARA, Silvio. Board independence, ownership structure and the valuation of IPOs in continental Europe. **Corporate Governance: An International Review**, v. 22, n. 2, p. 116-131, 2014.

BOIVIE, Steven; BEDNAR, Michael K.; BARKER, Steven B. Social comparison, and reciprocity in director compensation. **Journal of Management**, v. 41, n. 6, p. 1578-1603, 2015.

BUENO, Giovana et al. Mecanismos externos de governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 120-141, 2018.

CAMBREA, Domenico Rocco et al. The impact of boards of directors' characteristics on cash holdings in uncertain times. **Journal of Management and Governance**, v. 26, n. 1, p. 189-221, 2022.

CAMBREA, Domenico Rocco; TENUTA, Paolo; VASTOLA, Vincenzo. Female directors and corporate cash holdings: monitoring vs executive roles. **Management Decision**, 2021.

COLLIN, Sven-Olof Yrjö et al. (2017) Governance strategy and costs: board compensation in Sweden. **Journal of Management & Governance**, v. 21, n. 3, p. 685-713.

COLOMBO, Jéfferson Augusto. **Juros sobre o capital próprio, estrutura de propriedade e destruição de valor: evidências no Brasil**. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução Normativa nº 480/2009**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

DARMADI, Salim. Board diversity and firm performance: **The Indonesian evidence. Corporate ownership and control Journal**, v. 8, 2011.

DA CRUZ, Alethéia Ferreira; KIMURA, Herbert; SOBREIRO, Vinicius Amorim. What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis. **Journal of Corporate Accounting & Finance**, v. 30, n. 1, p. 77-143, 2019.

DE MOURA, Geovanne Dias et al. Independência do Conselho de Administração Reduz o Custo de Financiamento da Dívida? **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 23, n. 1, p. 1-18, 2020.

DE OLIVEIRA, Abdinardo Moreira Barreto; DE MELO SOBRINHO, Marcelo José Vieira. (2009) Gestão de capital de giro e capacidade de geração de caixa: um estudo sobre o

desempenho de empresas brasileiras de construção civil. *In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*. 2009.

DIAS, Alexandre Teixeira et al. As influências da governança corporativa e da estrutura de capital no desempenho e no risco da firma. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 20, n. 2, p. 98-120, 2020.

DIAW, Alassane. Corporate cash holdings in emerging markets. **Borsa Istanbul Review**, v. 21, n. 2, p. 139-148, 2021.

DITTMAR, Amy; MAHRT-SMITH, Jan; SERVAES Henri. International corporate governance and corporate cash holdings. **Journal of Financial and Quantitative analysis**, v. 38, n. 1, p. 111-133, 2003.

DUTRA, V. R. D. et al. Determinantes da retenção de caixa em empresas brasileiras: uma análise pós-crise de 2008. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 12, n. 3, p. 364-379, 2018.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier - Campus, 2009.

FAVORITO, Kátia Sobrinho. Fatores que determinam a retenção de caixa das empresas não financeiras brasileiras de capital aberto. 2018. Tese de Doutorado.

FERREIRA, Miguel A.; VILELA, Antonio S. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. **European financial management**, v. 10, n. 2, p. 295-319, 2004.

FERREIRA, Marília Paranaíba; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Effect of the structure of the board of directors on cash holdings of publicly traded companies. **Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 18, p. 275-289, 2020.

FERNANDES, Camila de Araújo et al. Conselho de administração, diversidade de gênero e monitoramento. 2021.

FOLEY, C. Fritz et al. Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. **Journal of financial economics**, v. 86, n. 3, p. 579-607, 2007.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, p. 167-180, 2015.

GUJARATI, D., & PORTER, D. (2010). **Econometria**, Mexico DF: McGRAW-HILL.

GUSMAO, Ivonaldo Brandani; COLAUTO. (2020) Romualdo Douglas. Influência da expertise do conselho de administração na rentabilidade em empresas brasileiras transnacionais.

HUANG, Winifred; MAZOUZ, Khelifa. Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, p. 275-291, 2018.

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

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.

HU, Xiaoyuan; LIN, Danmo; TOSUN, Onur Kemal. (2022) The Effect of Board Structure on Firm Performance-New Evidence from Product Market Conditions. WBS Finance Group Research Paper, n. 249.

JOHNSON, S. G., SCHNATTERLY, K., & HILL, A. D. (2013). Board composition beyond independence: social capital, human capital, and demographics. **Journal of Management**, 39(1), 232–262.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa-IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org>> Acesso em: abril, 2020.

JOUBER, H., & FAKHFAKH, H. (2012). Earnings management and board oversight: An international comparison. **Managerial Auditing Journal**, 27(1), 66-86

KALCHEVA, Ivalina; LINS, Karl V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. **The review of financial studies**, v. 20, n. 4, p. 1087-1112, 2007.

KEYNES, John Maynard. The general theory of employment. (1936) **The quarterly journal of economics**, v. 51, n. 2, p. 209-223.

KREUZBERG, Fernanda; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. As características do conselho de administração mudam conforme os estágios do ciclo de vida da empresa? **Revista Universo Contábil**, v. 17, n. 1, p. 109-129, 2022.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, University of Rochester, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LAZZARETTI, Kellen; PIEKAS, Andreza Aparecida Saraiva; JULKOVSKI, Dulcimar José. Características dos conselhos de Administração e desempenho das firmas brasileiras de capital aberto. **Revista Gestão Organizacional**, v. 12, n. 3, 2019.

LOZANO, Maria Belén; YAMAN, Serhat. The European financial crisis and firms' cash holding policy: An analysis of the precautionary motive. **Global Policy**, v. 11, p. 84-94, 2020.

MANZANEQUE, Montserrat; MERINO, Elena; BANEGAS, Regino. Os níveis de retribuição do pessoal diretivo na Espanha: influência das características do conselho de administração e da concentração acionária. **Innovar**, v. 21, n. 40, p. 107-126, 2011.

MENGYUN, Wu et al. Board financial expertise and corporate cash holdings: moderating role of multiple large shareholders in emerging family firms. **Complexity**, v. 2021, 2021.

MORTAL, Sandra; NANDA, Vikram; REISEL, Natalia. Why do private firms hold less cash than public firms? International evidence on cash holdings and borrowing costs. **Journal of Banking & Finance**, v. 113, p. 105722, 2020.

MELIS, Andrea; ROMBI, Luigi. Country-, firm-, and director-level risk and responsibilities and independent director compensation. **Corporate Governance: An International Review**, v. 29, n. 3, p. 222-251, 2020.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NISIYAMA, Edelcio Koitiro; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Diversidade do Conselho de Administração e a Estrutura de Capital. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, p. 551-563, 2018.

OH, Won-Yong; CHANG, Young Kyun; KIM, Tae-Yeol. (2018) Complementary or substitutive effects? Corporate governance mechanisms and corporate social responsibility. **Journal of Management**, v. 44, n. 7, p. 2716-2739, 20

PALAZZO, Bernardino. Cash holdings, risk, and expected returns. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 162-185, 2012.

PEREIRA, Gustavo Magno Lopes et al. Reflexos da concentração acionária e da estrutura do conselho de administração na remuneração de altos executivos em empresas brasileiras. *In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. 2018.

PONOMAREVA, Yuliya et al. The cost of conformity to good governance: Board design and compensation. **Corporate Governance: An International Review**, v. 30, n. 4, p. 399-420, 2022.

RODRIGUES, Regiane Lopes. Teoria de Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto. 2015. Tese de Doutorado. **Universidade de São Paulo**.

RODRIGUES, Regiane Lopes et al. Teoria de Agência e políticas de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto no período de 2000 a 2013. **Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia. Rio de Janeiro, ANPEC**, v. 43, 2016.

SANTOS, José Éliton Dos. A Relação entre a Composição dos Conselhos de Administração e a Liquidez de Caixa das Empresas Brasileiras em Períodos de Crises Financeiras. *In: 22º USP International Conference in Accounting*., 2022, São Paulo. *Anais do USP International Conference in Accounting e do Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, 2022.

SILVA Júnior, C. P., & MARTINS, O. S. Women in the boardroom affect the financial performance? An analysis of the female representation in companies listed on BM&FBOVESPA. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, 12(1), 62-76 (2017).

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, p. 763-788, 2008.

TORTOLI, Júlia Peres; DA COSTA MORAES, Marcelo Botelho. Fatores de impacto sobre o saldo de caixa: Um estudo em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. (2016) **Brazilian Review of Finance**, v. 14, n. 1, p. 125-150, 2016.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Inverse probability weighted M-estimators for sample selection, attrition, and stratification. **Portuguese economic journal**, v. 1, n. 2, p. 117-139, 2002.

ZITTEI, Marcus Vinicius Moreira et al. Remuneração do Conselho de Administração, Governança Corporativa e Desempenho Econômico-financeiro: Uma Análise em Empresas Brasileiras. *In: XV Congresso USP Controladoria e Contabilidade. 2015.*

APÊNDICE A – Análises de multicolinearidade

Tabela A.1– Primeira análise de multicolinearidade

	RECI (1)	TCA (2)	IND (3)	GE (4)	EX (5)	DU (6)	RET (7)	REM (8)	TAM (9)	ALV (10)	ROA (11)	DIV (12)	VFC (13)	CV (14)	CG (15)
(1)	1,00														
(2)	-0,02	1,00													
(3)	-0,02	-0,08	1,00												
(4)	0,07	0,07	-0,14	1,00											
(5)	-0,02	0,00	0,15	-0,13	1,00										
(6)	0,07	-0,38	-0,14	0,10	-0,03	1,00									
(7)	0,03	0,18	0,22	-0,03	0,01	-0,15	1,00								
(8)	0,03	0,02	0,23	-0,04	0,01	-0,08	0,97	1,00							
(9)	0,00	0,03	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,04	-0,03	1,00						
(10)	-0,06	-0,15	-0,06	0,23	-0,06	0,15	-0,08	-0,05	0,01	1,00					
(11)	-0,02	0,02	-0,01	0,02	0,09	0,04	0,02	0,01	-0,01	-0,13	1,00				
(12)	-0,01	-0,05	-0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,02	-0,02	0,02	-0,02	1,00			
(13)	0,04	0,18	0,02	0,00	0,02	-0,09	0,10	0,07	0,02	-0,27	0,43	-0,03	1,00		
(14)	-0,01	-0,02	-0,06	0,01	0,00	0,03	0,02	0,02	0,02	-0,08	0,18	0,00	0,21	1,00	
(15)	0,09	0,06	0,10	-0,20	0,05	-0,11	0,09	0,07	0,01	-0,72	0,14	-0,03	0,23	0,08	1,00
VIF	-	1,88	1,14	1,11	1,04	1,24	28,25	27,26	1,00	2,24	1,26	1,00	1,37	1,07	2,14

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora

Tabela A.2– Segunda análise de multicolinearidade (Sem a variável RET)

	REC1 (1)	TCA (2)	IND (3)	GE (4)	EX (5)	DU (6)	REM (7)	TAM (8)	ALV (9)	ROA (10)	DIV (11)	VFC (12)	CV (13)	CG (14)	
(1)	1,00														
(2)	-0,02	1,00													
(3)	-0,02	-0,08	1,00												
(4)	0,07	0,07	-0,14	1,00											
(5)	-0,02	0,00	0,15	-0,13	1,00										
(6)	0,07	-0,38	-0,14	0,10	-0,03	1,00									
(7)	0,03	0,02	0,23	-0,04	0,01	-0,08	1,00								
(8)	0,00	0,03	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,03	1,00							
(9)	-0,06	-0,15	-0,06	0,23	-0,06	0,15	-0,05	0,01	1,00						
(10)	-0,02	0,02	-0,01	0,02	0,09	0,04	0,01	-0,01	-0,13	1,00					
(11)	-0,01	-0,05	-0,02	0,02	0,01	0,01	0,02	-0,02	0,02	-0,02	1,00				
(12)	0,04	0,18	0,02	0,00	0,02	-0,09	0,07	0,02	-0,27	0,43	-0,03	1,00			
(13)	-0,01	-0,02	-0,06	0,01	0,00	0,03	0,02	0,02	-0,08	0,18	0,00	0,21	1,00		
(14)	0,09	0,06	0,10	-0,20	0,05	-0,11	0,07	0,01	-0,72	0,14	-0,03	0,23	0,08	1,00	
VIF	-	1,26	1,14	1,11	1,05	1,24	1,23	1,00	2,24	1,26	1,00	1,38	1,07	2,14	

Fonte: Dados da pesquisa (2022). Elaborado pela autora