

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

MATHEUS FEITOSA CZARNY

**A influência da remuneração dos Conselheiros sobre as decisões de investimento das
empresas listadas na B3**

Maceió
2021

Catálogo na fonte
Universidade Federal de Alagoas
Biblioteca Central
Divisão de Tratamento Técnico
Bibliotecária: Livia Silva dos Santos – CRB-4 – 1670

C998i Czarny, Matheus Feitosa.

A influência da remuneração dos conselheiros sobre as decisões de investimento das empresas listadas na B3 / Matheus Feitosa Czarny. – 2021.
78 f.:il.

Orientador: Edilson dos Santos Silva.

Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Alagoas. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Maceió, 2021.

Bibliografia: f. 27-29

1. Investimento empresarial. 2. Conselho administrativo - Remuneração.
3. Desempenho empresarial. I. Título.

CDU: 330.34

Folha de Aprovação

MATHEUS FEITOSA CZARNY

A INFLUÊNCIA DA REMUNERAÇÃO DOS CONSELHEIROS SOBRE AS DECISÕES
DE INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Curso de Graduação em Economia da
Universidade Federal de Alagoas como um dos
requisitos para obtenção do título de bacharel em
Ciências Econômicas.


Orientador: Prof. Dr. Edilson dos Santos Silva

Aprovado em 30/09/2021

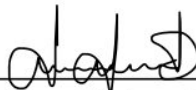
Banca Examinadora:



Prof. Dr. Edilson dos Santos Silva
UFAL/FEAC

Documento assinado digitalmente
 ANA PAULA LIMA MARQUES FERNANDES
Data: 05/10/2021 12:05:12-0300
Verifique em <https://verificador.iti.br>

Prof.^a Dr.^a Ana Paula Lima Marques Fernandes
UFAL/FEAC



Prof. Dr. Ibsen Mateus Bittencourt
UFAL/FEAC

RESUMO

Estudos mostram que o investimento empresarial é influenciado por fatores externos e internos. O conselho de administração de uma companhia tem relação com o seu desempenho, portanto objetivou-se verificar se a remuneração do conselho de administração influencia o investimento das empresas brasileiras de capital aberto. Analisou-se todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 entre os anos de 2014 e 2018 através de informações fornecidas à Comissão de Valores Mobiliários (formulários de referência e demonstrações financeiras consolidadas) e ao Economatica, utilizando testes estatísticos e técnica econométrica “painel de dados”. Os resultados mostram que há uma relação positiva entre os investimentos e a remuneração dos conselheiros. O fluxo de caixa exibiu uma relação positiva. As demais variáveis: tamanho da empresa, tangibilidade e endividamento de curto prazo apenas sinalizam um efeito positivo nas decisões de investimento.

Palavras-chave: Conselho de Administração. Remuneração do conselho. Investimento. Estrutura de Capital. Desempenho Empresarial.

ABSTRACT

Studies show that business investment is influenced by external and internal factors. The board of directors of a company is related to its performance, so the objective was to verify whether the remuneration of the board of directors influences the investment of publicly traded Brazilian companies. Analyzed all Brazilian publicly traded companies listed on B3 between 2014 and 2018 through information provided to the Brazilian Securities and Exchange Commission (reference forms and consolidated financial statements) and Economatica, using statistical tests and econometric technique "data panel". The results show that there is a positive relationship between investments and directors' remuneration. Cash flow exhibited a positive relationship. The other variables: company size, tangibility and short-term indebtedness only signal a positive effect on investment decisions.

Keywords: Board of Directors. Board Remuneration. Investment. Capital Structure. Business Performance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Fluxo de caixa <i>versus</i> Endividamento de curto prazo	22
Figura 2 – Remuneração média dos Conselheiros da administração	23
Figura 3 – Participação média dos investimentos das empresas listadas na B3	24

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variáveis do estudo	20
Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis do estudo.....	21
Tabela 3 – Resultado da regressão em painel para investimento	24

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	Objetivos	10
1.1.1	Geral	10
1.1.2	Específicos	10
1.2	Justificativa	11
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	11
2.1	Evidências de estudos sobre o conselho de administração	11
2.2	Decisões de investimento	14
3	METODOLOGIA	18
3.1	População da pesquisa e amostra	18
3.2	Método de análise de dados	18
3.3	Operacionalização das variáveis	20
4	RESULTADOS	20
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	25
	REFERÊNCIAS	27

1 INTRODUÇÃO

O conselho de Administração é um mecanismo de governança corporativa, cujo papel é salvaguardar os princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização. Ademais, compete ao conselho, conforme o interesse corporativo, monitorar a diretoria, atuando como elo entre esta e os acionistas (IBGC, 2015).

Em geral, as atividades estratégicas do conselho cobrem um conjunto de atividades como o desenvolvimento da missão e visão da empresa, a formulação de conceitos de negócios, avaliação e controle de propostas estratégicas, e a implementação das propostas aprovadas (ZHANG, 2010). Assim, o conselho de administração pode ser visto como um mecanismo de controle para supervisionar e auxiliar na gestão e controle de risco que as corporações enfrentam no dia a dia, protegendo os interesses dos *stakeholders*.

Os mecanismos de governança ajudam a atenuar os problemas de agência gerados pela propriedade e as decisões corporativas. Como mecanismos pode-se citar: a participação acionária dos gestores da empresa, programas de opções de ações, remuneração e planos de participação dos administradores nos lucros da empresa (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014).

Um mecanismo que tem recebido atenção no meio acadêmico é a remuneração dos executivos, quando relacionada ao desempenho empresarial. Essa representatividade do tema pode ser vista em trabalhos como Randoy e Nielsen (2002) e Correia, Amaral e Louvet (2014). Contudo, neste trabalho se quer observar se a remuneração dos conselheiros de administração influencia nas decisões de investimento; desta forma, seria interessante entender essa perspectiva das relações de agência, pois uma das funções do conselho é definir a estratégia empresarial, acompanhá-la e monitorá-la.

Portanto, a remuneração dos conselheiros pode ser vista como um mecanismo de alinhamento de interesses entre as partes que compõem os contratos nas organizações, uma vez que, segundo Jensen e Meckling (1976), a remuneração pode minimizar os conflitos de interesses entre os agentes, pois os incentivos impulsionam o resultado empresarial.

Para Shan, Razak e Ali (2019) a remuneração do conselho é um mecanismo efetivo de governança que auxilia na minimização dos custos de agência. Entretanto, Zittei et al. (2015) argumentam que as grandes corporações são propensas a remunerar melhor seus conselheiros, uma vez que são mais predispostas ao risco. Já as empresas menores estão dispostas a pagar melhores remunerações para compensar os membros do conselho de administração pelo empenho na melhoria do desempenho corporativo.

Veloso et al. (2019) também consideram que o esforço para remunerar melhor o conselho de administração apresenta a função de redução do risco de fluxo de caixa, pois ao se considerar a instabilidade econômica do Brasil, eleva-se o risco do negócio. Assim, as empresas estariam tentando minimizar a incerteza sobre o negócio.

Dessa maneira, a remuneração do conselho pode servir como um poderoso incentivo para aumentar sua eficácia e, portanto, o desempenho financeiro corporativo, apesar da fragilidade na aplicação das leis corporativas e outros desafios que possam impactar negativamente a eficácia da governança corporativa. (LEMMA; MLILO; GWATIDZO, 2020). Portanto, os incentivos fornecidos ao conselho de administração suavizariam os conflitos de agência decorrentes da separação da gestão e propriedade, e impulsionaria uma melhor performance corporativa.

Neste contexto, a busca por melhores performances corporativas, em momentos de incerteza econômica que perpassa o país nos últimos anos, é salutar, uma vez que os efeitos econômicos tenham influenciado nas decisões corporativas de investimento ao longo do tempo. Para Campello, Graham e Harvey (2010), situações de instabilidade econômica proveem oportunidades para o entendimento desses impactos nas políticas corporativas.

Almeida e Campello (2007) discutiram como dificuldades financeiras podem afetar o investimento corporativo. Os autores demonstraram que as variáveis que aumentam a capacidade de captar financiamento externo (como a tangibilidade) também podem aumentar o investimento quando as empresas têm dificuldades de acesso ao crédito.

Contudo, os investimentos também podem ser afetados após choques macroeconômicos e/ou ao longo do ciclo do negócio. Assim, os investimentos estão relacionados aos ativos líquidos, que devem aumentar quando os fluxos de caixa são maiores, em empresas com restrições financeiras. Porém, as empresas sem restrições não apresentam padrões sistemáticos de sensibilidade ao fluxo de caixa (ALMEIDA; CAMPELLO; WEISBACK. 2004).

Já Opler et al. (1999) afirmam que as empresas mantêm ativos líquidos para garantir que serão capazes de continuar investindo quando o fluxo de caixa for muito baixo em relação ao investimento, e quando os fundos externos forem custosos. Esse comportamento parece ser motivo de precaução, pois as empresas acumulariam mais caixa, conseqüentemente maximizariam a riqueza dos acionistas. Ademais, as práticas ligadas à precaução para possíveis choques na oferta de crédito, e até mesmo de ofertantes de crédito em momentos de instabilidade financeira, são capazes de gerar impactos nas decisões de investimento e

financiamento das empresas. A intensidade deste efeito apresenta-se de forma distinta entre as empresas (pequenas ou grandes), refletidos na abordagem de restrições financeiras (FRANZOTTI; VALLE, 2020).

Assim, o conselho de administração é confrontado com situações corporativas complexas, conseqüentemente uma maior responsabilidade, bem como uma pressão por desempenho e, portanto, há uma compensação que se reflete no aumento de salário. Desta maneira, pode-se discutir a premissa de que a remuneração baseada em incentivos mostra-se efetiva (VELTE; EULERICH, 2014).

Nesta conjuntura, o presente trabalho tem como objetivo central responder: como a remuneração dos conselheiros influencia o investimento das empresas listadas na B3 (Brasil – Bolsa – Balcão), no período de 2014 a 2018?. O tema apresenta relevância nos estudos de governança corporativa por observar as relações de agência sob a ótica da remuneração do conselheiro, distintamente de outros trabalhos na temática.

O estudo está estruturado sequencialmente em: introdução, problema de pesquisa, objetivo geral; a parte 2 apresenta a fundamentação teórica, a qual perpassa pelo conselho de administração e investimento; na parte 3 temos a metodologia, análise dos resultados; na última parte, enfim, as considerações finais.

1.1 Objetivos

Nesta seção serão expostos o objetivo geral e os específicos que o presente trabalho busca alcançar.

1.1.1 Geral

Verificar se a remuneração dos conselheiros influencia o investimento das empresas listadas na B3.

1.1.2 Específicos

- a. Identificar medidas de investimento através da revisão da literatura;
- b. Averiguar como a remuneração do conselho de administração pode influenciar nas variáveis de controle para o período de 2014 até 2018, conforme literatura;
- c. Analisar se o conselho de administração influencia o investimento das empresas listadas na B3;

1.2 Justificativa

Esta pesquisa, ao analisar a influência do conselho de administração no investimento das empresas, apresenta relevância para a compreensão das decisões estratégicas, uma vez que se trata de empresas que passaram e passam por momentos de instabilidade da economia nacional, permitindo, assim, entender como as empresas se comportam em momentos adversos e enriquecer o conhecimento a respeito da temática.

Além disso, o estudo permitirá uma compreensão do ambiente das empresas de capital aberto a partir da remuneração do conselho de administração e das decisões de investimento, numa economia que faz com que as empresas sejam mais competitivas na busca pela sobrevivência corporativa e por valor econômico no longo prazo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Ressalta-se que a fundamentação teórica está dividida em dois tópicos, sendo eles: o conselho de administração; risco e investimento.

2.1 Evidências de estudos sobre o conselho de administração

As boas práticas de governança alinham os interesses dos *stakeholders* com o intuito de resguardar e otimizar o valor econômico de longo prazo das corporações, promovendo seu acesso a recursos e contribuindo para uma gestão com qualidade, sua conservação e o bem comum (IBGC, 2015).

Assim, as empresas utilizam mecanismos de governança (*Takeover Market*, o mercado de trabalho, estrutura de propriedade, conselho de administração, estrutura organizacional, sistemas de monitoramento etc.) para alinhar esses interesses e, conseqüentemente, construir valor econômico, ao longo do tempo, e desenvolver uma vantagem sustentável competitiva.

Para Rediker e Seth (1995), muitos estudos têm examinado múltiplos mecanismos de governança, tipicamente assumindo a independência destes mecanismos. Contudo, os autores ressaltam que num mesmo setor de atividade há consideráveis variações nos padrões dos mecanismos de governança; em particular há importantes diferenças entre grandes e pequenas empresas.

Neste trabalho, o mecanismo estudado é o conselho de administração, por apresentar três funções que podem influenciar na aceitação de riscos corporativos. Estas funções

incluem: (a) o papel estratégico (tomada de decisões com o intuito de crescer, como fusões e aquisições, por exemplo); (b) o monitoramento exercido para avaliar os gestores (o monitoramento avalia os gestores, estabelecendo metas de desempenho, assim o risco empresarial pode ser influenciado também; contudo, o desempenho corporativo depende da qualidade do monitoramento e das decisões do conselho de administração); e (c) institucional (o conselho tem a responsabilidade estatutária e fiduciária em nome dos acionistas, bem como a capacidade enfrentar as forças externas que podem impactar a empresa) (BRICK; CHIDAMBARAN, 2010; YERMACK, 1996).

Uma variedade de estudos tem investigado o conselho de administração, entre outras coisas, as pesquisas investigaram: a relação entre a estrutura dos conselhos de administração e o valor das empresas (GONDRIGE; CLEMENTE; ESPEJO, 2012); o efeito do CA no desempenho, valor e risco (PAIVA; OLIVEIRA; PEIXOTO, 2015); a relação entre o conselho de administração e a estrutura de capital das empresas (NISUYAMA; NAKAMURA, 2018); a influência do conselho de administração e controle corporativo no *turnover* do CEO (VIEIRA. MARTINS, 2018); a influência das características do conselho de administração no desempenho (LAZZARETTI; PIEKAS; JULKOVSKI, 2019); e a influência da concentração acionária e da estrutura do conselho de administração sobre o nível de remuneração dos executivos (FREITAS et al., 2020).

Gondrige, Clemente e Espejo (2012) observaram evidências de que as empresas mais valorizadas tendem a possuir um maior número de conselheiros e um percentual maior de conselheiros independentes. Foram analisadas 208 empresas listadas na B3 em 2008. Apesar do espaço temporal, o estudo possibilita visualizar o modo como os conselhos são estruturados.

Já no trabalho de Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), foram investigados os efeitos do CA sobre o desempenho, valor e risco das empresas listadas na B3, de 2012 a 2013. Os autores concluíram que o CA não auxilia na redução de riscos aos acionistas; já em relação ao desempenho e valor, os resultados foram inconclusivos.

Mais tarde, Vieira e Martins (2018) investigaram a influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no *turnover* do CEO das empresas listadas no índice IBrX100 da B3, de 2009 a 2013. Entre as características do conselho observadas (conselheiros independentes, dualidade do CEO), a dualidade se revelou como uma vantagem para o CEO obter maior poder e influência sobre os outros membros do conselho e acionistas para barganhar a sua continuidade no cargo, mesmo quando as empresas apresentam

desempenho baixo. Já a independência dos conselheiros não influenciou a sensibilidade do *turnover* do CEO ao desempenho.

A partir dos estudos anteriormente citados, percebe-se a importância deste mecanismo de governança na mitigação das relações de agência; assim, os autores buscam verificar sua influência, analisando características como: tamanho do conselho, independência, dualidade do CEO e/ou outras *proxies* que possam ser utilizadas para mensurar este mecanismo, na busca de uma compreensão da temática abordada. Ao longo dos anos, outras variáveis (características) também foram observadas, como o número de mulheres na composição dos conselhos, que passaram a fazer parte das recomendações do Instituto Brasileiro de Governança.

Nisiyama e Nakamura (2018) ratificam a importância deste mecanismo de governança e observam as características do CA sob dimensões (estrutural, social e ocupacional), assim verificaram a influência da diversidade do CA (independência, dualidade do CEO, idade, gênero etc.) nas decisões de estrutura de capital de empresas listadas na B3 de 2010 a 2014. Os resultados da pesquisa sugerem que a diversidade do CA está associada positivamente com o endividamento da empresa. Assim, a diversidade do conselho pode significar decisões com maior confiança, dada a *expertise* e experiência dos conselheiros. Neste contexto, um CA diversificado possibilita uma política de investimentos e financiamentos mais agressiva.

O estudo de Lazzaretti, Piekas e Julkovski (2019) também analisou a influência das características do conselho de administração sobre o desempenho das empresas (listadas na B3, de 2015 a 2017). Entretanto, os autores encontraram resultados diferentes daqueles observados por Paiva, Oliveira e Peixoto (2015) para a relação CA e desempenho. Lazzaretti, Piekas e Julkovski (2019) verificaram que o tamanho do conselho e a presença feminina influenciam positivamente o desempenho corporativo (representado pelo ROA). As demais características observadas (a presença de mulheres na presidência ou vice-presidência do CA, presidentes do CA com formação na área de gestão e a proporção de conselheiros independentes) parecem não influenciar diretamente o desempenho das empresas. Este resultado pode ser explicado pelo número reduzido de mulheres e conselheiros independentes na composição dos conselhos.

Já no trabalho de Freitas et al. (2020) foi verificada a influência do CA e da concentração acionária sobre o nível da remuneração executiva em empresas listadas na B3 de 2014 a 2016. As evidências encontradas sugerem que o monitoramento exercido pelo controlador sobre a gestão parece ser mais atuante na mitigação dos clássicos conflitos de

agência do que a remuneração paga à diretoria. Assim, o monitoramento direto pelo controlador substitui a função típica do conselho de administração. Na análise da influência da estrutura do conselho de administração sobre a remuneração executiva, vale destacar que a estrutura do CA, ao alterar a sensibilidade da remuneração à concentração acionária, reforça o argumento de que a baixa qualidade de composição do CA está associada à ambientes de alta concentração de propriedade.

Outros estudos observaram a influência das características CA (como por exemplo, Veloso et al. (2019) e Costa, Sampaio e Flores (2019)) sobre perspectivas diferentes (mesmo observando fatores como desempenho e remuneração dos conselheiros, por exemplo). Assim, a temática dá indícios de que ainda há muitas oportunidades de pesquisa, dada a importância de um dos principais mecanismos de governança, que é encarregado do processo decisório estratégico nas corporações. Assim, segundo o IBGC (2015, pag. 39), o CA “exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente”.

2.2 Decisões de investimento

A teoria de finanças tradicionalmente tem sugerido que os gestores corporativos são confrontados com duas importantes decisões: decisões de investimento e de financiamento. Contudo, estas decisões estão associadas a um risco, que pode ser entendido como uma expectativa de um resultado esperado. Assim, os anúncios de investimento/financiamento podem sinalizar ao mercado as expectativas das empresas com relação aos possíveis resultados, das oportunidades de ganho de valor de mercado, das corporações no futuro (MCCONNELL; MUSCARELLA, 1985).

Neste contexto, a qualidade das informações divulgadas pelas empresas é uma premissa básica para a redução de incerteza no processo de avaliação de investimento por possíveis investidores. Portanto, a gestão do risco auxiliaria no processo de valorização das empresas, além de fortalecer o mercado, incentivando investimentos que possam proporcionar um retorno compatível ao risco esperado; conseqüentemente estas decisões tendem a ser tomadas de maneira menos complexa pelo gestor (BELOTTI; SANTOS, 2020; BESSARIA et al., 2015).

Almeida, Campelo e Weisback (2004) afirmam que os investimentos podem ser afetados após choques macroeconômicos e/ou ao longo do ciclo do negócio. Neste cenário, as

empresas com restrições financeiras têm seus investimentos afetados por motivos como a escassez de crédito. Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) ressaltam, também, que o investimento pode ser sensível à carga tributária, bem como aos impostos; assim, as restrições financeiras têm uma dimensão macroeconômica, pois as flutuações de fluxo de caixa e a liquidez nas empresas estão correlacionadas com os movimentos da economia ao longo do ciclo de negócios.

Assim sendo, a inserção dos recursos internos pelos tomadores de empréstimos e sua relação com os custos de agência, pelas empresas, foram exploradas por Bernanke e Gertler (1989). Os autores afirmam que um bom desempenho do negócio melhora o patrimônio líquido, que por sua vez reduz os custos de agência e aumenta a propensão ao investimento, consequentemente amplifica o desempenho corporativo.

Bernanke e Gertler (1989) argumentam que a quantidade de capital próprio interfere nas decisões de investimento, já que num ambiente com informação assimétrica há custos de agência que acarretam em custos maiores para as fontes de financiamento externas. Assim, há uma relação inversa entre os custos de agência e os custos de recursos internos. Nesta perspectiva, os custos de agência seriam maiores em períodos de dificuldade financeira, uma vez que os recursos internos seriam menores.

Para Myers (2003), o reconhecimento das implicações de potenciais conflitos de interesse entre credores e acionistas foi uma contribuição importante da teoria de *Trade-Off*, cujos conflitos de interesse significam que uma ameaça de inadimplência pode gerar custos de agência, como por exemplo: impedir investimento com VPL positivo ou mudanças nas estratégias corporativas para estratégias mais arriscadas. Contudo, para o autor, as empresas que possuem ativos intangíveis valiosos ou oportunidades de crescimento tendem a tomar menos empréstimos do que as empresas que detêm principalmente ativos tangíveis (o alto risco do negócio aumenta as chances de dificuldade financeira, e os ativos intangíveis são mais propensos a sofrer danos se ocorrer a dificuldade financeira).

As implicações da interação entre investimento e financiamento para decisões de financiamento externo foram exploradas por Almeida e Campelo (2010). Para entender estas interações, os autores utilizaram fatos empíricos da literatura de estrutura de capital, com o argumento de que uma relação negativa entre os recursos internos e a necessidade de financiamento externo se deve aos custos do financiamento externo; assim, esta relação deve ser mais acentuada em situações em que os custos de financiamento externo são elevados. Contudo, essa relação negativa está concentrada entre as empresas que têm menos

probabilidade de enfrentar fortes restrições financeiras. Já em empresas com restrições financeiras os fundos internos e externos são complementares, e este fato decorre do efeito do investimento endógeno nas decisões de financiamento externo. Para uma empresa sem restrições financeiras o investimento seria determinado pela disponibilidade de oportunidades lucrativas, uma vez que os gastos com investimentos seriam exógenos ao financiamento. Por fim, os autores argumentam que a complementariedade entre os recursos internos e externos surgem da interdependência das decisões de financiamento e investimento.

No Brasil, alguns estudos têm investigado as decisões de investimento, entre outras coisas, as pesquisas investigaram: restrições financeiras e a decisão de investimento (KIRCH; PROCIANOY; TERRA, 2014); governança corporativa e sensibilidade investimento-fluxo de caixa (SILVA; CAIXE; KRAUTER, 2019); risco, confiança e as decisões de investimento e financiamento (DALMOLIM et al., 2019); o impacto de crises sobre investimentos e financiamentos (FRANZOTTI; VALLE, 2020); e decisões de investimento de empresas familiares (GOES; MACHADO-FILHO, 2020).

Ao investigar a relação entre restrições ao crédito e demanda por investimentos das empresas brasileiras (no período de 1995 a 2009), utilizando a estratégia desenvolvida por Almeida e Campelo (2007), Kirch, Procianoy e Terra (2014) observaram que ao classificar as empresas de acordo com o Ativo Total para as empresas não restritas financeiramente a demanda por investimentos era sensível somente às oportunidades de investimento (Q de Tobin), enquanto que as empresas classificadas como restritas apresentaram sensibilidade à disponibilidade de recursos internos (fluxo de caixa). Dito de outra forma, as firmas não restritas, em geral, comportam-se como prevê o modelo neoclássico de investimento, e as empresas restritas comportam-se de maneira consistente com o modelo de Almeida e Campelo (2007).

Já Silva, Caixe e Krauter (2019) observaram as empresas brasileiras com diferentes níveis de governança corporativa. O objetivo da pesquisa foi investigar a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa de 2006 a 2015. Os resultados encontrados demonstraram que a qualidade da governança corporativa influenciou na sensibilidade investimento/fluxo de caixa, entretanto esta relação se mostrou inversa para as empresas com baixa qualidade de governança. Fato que pode ser interpretado como um indicativo de que tais empresas buscam aumentar suas reservas de caixa e reduzir investimento por motivos relacionados a restrições financeiras (sinalização para o mercado da redução do risco de inadimplência, na tentativa de diminuir o grau de restrição financeira a que está sujeita) e/ou problemas de agência (postura

entrincheirada dos gestores/acionistas que tendem a aumentar as reservas de caixa, para aumentar o poder discricionário sobre os ativos da empresa e sobre as decisões de alocação de capital).

Dalmolim et al. (2019) examinaram o papel moderador dos riscos percebidos na relação entre a confiança e as decisões de investimento e financiamento (*survey* realizada com empresas da região norte do Rio Grande do Sul). Os autores observaram que a confiança possui um efeito diferente nas decisões de investimento e financiamento, ou seja, a confiança possui efeito positivo sobre a decisão de investimento, porém não apresenta a mesma relação linear com as decisões de financiamento. Contudo, maiores percepções de risco aumentam o efeito da confiança na decisão de investimento, enquanto que a baixa percepção de risco exerce influência na decisão de financiamento.

As decisões de investimento e financiamento também foram observadas em cenário de crise (crise das hipotecas *subprime* em 2008 e crise financeira e política brasileira de 2014 a 2016) por Franzotti e Valle (2020) em empresas brasileiras de capital aberto. As evidências apontaram maiores impactos de crises sobre investimentos de empresas restritas. A relação entre investimento e caixa na crise de 2015 se mostrou positivamente mais relevante para as empresas restritas, comparativamente a empresas não restritas. Com relação aos financiamentos, os resultados apontaram que a crise de 2008 influenciou, negativamente, a alavancagem das empresas restritas em relação a empresas não restritas. Vale ressaltar que o endividamento de curto prazo pareceu aumentar mais para as empresas restritas quando comparado com as empresas não restritas, para a crise de 2008.

De forma diferente, Goes e Machado-Filho (2020) analisaram empresas familiares de capital aberto. Os resultados encontrados expuseram que as empresas familiares investiram em torno de 11% a 13,5% menos do que as empresas não familiares no período entre 2009 e 2013. Outras nuances também foram observadas, como: as empresas familiares tendem a reduzir seus investimentos, pois focam em manter a riqueza para a família; a perenidade também é foco destas empresas, uma vez que quanto maior a idade de uma empresa familiar maiores serão os seus investimentos em bens de capital. O investimento em bens de capital é considerado gasto elevado e, assim, condicionante macroeconômico (problemas de liquidez e altas taxas de juros).

A partir de vários estudos relacionados à temática foi possível observar que as empresas, mesmo com padrões diferentes de governança corporativa, agem segundo os preceitos de Almeida e Campelo (2007). Contudo, as empresas também foram observadas

levando em consideração características e ambientes aos quais as empresas estão imersas, como o risco, a confiança, se as empresas são familiares e o contexto econômico do país. Assim, percebe-se que estes elementos nos ajudam a entender como as empresas tomam suas decisões de investimento e dão *insights* de possíveis lacunas que ainda podem ser exploradas adicionando mais conhecimento à temática.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa é de caráter descritivo, segundo Gil (2002) as pesquisas descritivas têm por objetivo estudar características de um grupo: sua distribuição por idade, nível de escolaridade etc.; portanto elas descrevem as características de uma determinada população, estabelecendo relações entre variáveis. O trabalho apresenta-se também com características quantitativas, uma vez que usará tratamentos estatísticos para fazer inferência sobre a população a ser estudada.

3.1 População da pesquisa e amostra

A população da pesquisa será formada por todas as empresas de capital aberto brasileiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) ao longo dos anos de 2014 a 2018. A escolha do período foi motivada pelo período de crise econômico-política no país, que iniciou em 2014 e se estende aos dias atuais, afetando o crescimento econômico do Brasil.

Para compor a amostra, foram excluídas as empresas financeiras por apresentarem características distintas das demais empresas; as empresas que não apresentaram dados para compor as variáveis deste estudo em todos os anos analisados; e as empresas que exibiram patrimônio líquido negativo.

As informações utilizadas foram públicas, fornecidas pelas empresas abertas à Comissão de Valores Mobiliários (Formulários de referência e Demonstrações financeiras consolidadas) para atender à exigência legal, e do Economatica. Adicionalmente foram utilizadas informações disponíveis nos sites das empresas pesquisadas e na B3. Para alcançar os objetivos deste trabalho foram utilizados testes estatísticos, bem como técnicas econométricas, como o auxílio dos *softwares* MS-Excel e Stata.

3.2 Método de análise de dados

Para atingir o objetivo deste estudo, ou seja, verificar se a remuneração dos conselheiros influencia o investimento das empresas listadas na B3 (Brasil – Bolsa - Balcão), no período de 2014 a 2018, foram realizados gráficos dos principais achados na pesquisa; em seguida, os dados foram analisados por meio de um “painel de dados” (regressão em painel).

O painel de dados foi amplamente difundido nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, por apresentar aos pesquisadores um grande conjunto de dados, aumentando os graus de liberdade e reduzindo a colinearidade entre as variáveis explicativas; conseqüentemente, há uma melhor eficiência das estimativas econométricas (Baltagi, 2005; Hsiao, 2003).

Além disso, com um painel de dados é possível analisar uma série de questões econômicas, por exemplo, que não podem ser abordadas usando um conjunto de dados numa série temporal ou corte transversal. Nesta perspectiva, o painel de dados proporciona uma análise individual (considerando a heterogeneidade individual, pois sugere que os indivíduos analisados são diferentes) e dinâmica-intertemporal do objeto de pesquisa, assim há um melhor controle dos efeitos das variáveis omitidas ou não observáveis, conseqüentemente a possibilidade de gerar previsões mais precisas para os dados analisados (Baltagi, 2005; Hsiao, 2003).

Para a escolha do modelo mais adequado, efeito fixo ou efeito aleatório, foi utilizado o teste de Hausman para determinar o tipo de painel mais adequado para a análise dos dados. Além disso, realizaram-se os testes de Breusch Pagan e Chow, os quais mostram qual modelo melhor se ajustou para a regressão dos dados. Considerando as variáveis testadas em outros estudos sobre o tema, apresentam-se os modelos deste estudo, e em seguida suas variáveis.

$$(1) INV = \beta_0 + \beta_1 RCA_i + \beta_2 Tam_i + \beta_3 Tang_i + \beta_4 FC_i + \beta_5 ECP_i + \varepsilon_i$$

Sendo:

INV – Investimento da empresa i no tempo t

β_1 – Intercepto ou constante específica das empresas

RCA – Ln da remuneração do conselho de administração da empresa i no tempo t

TAM – Tamanho da empresa i no tempo t

TANG – Tangibilidade dos ativos da empresa i no tempo t

FC – Fluxo de caixa da empresa i no tempo t

ECP – Endividamento de curto prazo i no tempo t

ε_{it} – Termo de erro da empresa i no tempo t

3.3 Operacionalização das variáveis

Agora serão apresentadas as variáveis utilizadas neste trabalho, conforme respaldo teórico já apresentado. Como variáveis dependentes foram utilizadas as variáveis do conselho de administração (remuneração do conselho) e as variáveis de controle, conforme a tabela a seguir:

Tabela 1 - Variáveis do Estudo

Variáveis de Investimento		Referência
INV	= ln (investimentos)	Proposta pelos autores.
Variável do Conselho de Administração		
Remuneração do Conselho	= ln (remuneração do conselho).	Brugni et al. (2018).
Variáveis de controle		
TAM (Tamanho da empresa)	= ln (Ativo Total)	Goes e Machado-Filho (2020), Silva, Caixe e Krauter (2019).
TANG (Tangibilidade)	= Ativo Imobilizado / Ativo Total	Goes e Machado-Filho (2020), Silva, Caixe e Krauter (2019).
Fluxo de Caixa	= Lucro operacional / Ativo Total	Almeida e Campello (2010)
Endividamento de curto prazo	=Passivo circulante/ Ativo circulante	Silva, Santos e Almeida (2011)

4 RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados os resultados empíricos alcançados na pesquisa. Inicialmente apresenta-se a tabela 2, com a estatística descritiva das variáveis do estudo. Com isso, consegue-se ter um panorama das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2014 a 2018. O número de empresas ao longo do período analisado variou entre 329 e 333 empresas.

Observando as principais variáveis do estudo (remuneração dos conselheiros e de investimento) na tabela abaixo, percebe-se que a remuneração dos conselheiros apresentou uma variação positiva ao longo dos anos. Já no que concerne à variável de investimento, os dados mostraram que a variável investimento mostrou poucas variações de 2016 até 2018, apesar de em 2014 até 2016 ocorrer uma diminuição nos níveis de investimento (fato que pode ter sido influenciado pela recessão 2014-2016 e o baixo crescimento econômico do país nos anos seguintes, com PIB abaixo de 2% em 2017 e 2018, entre outros fatos ocorridos em 2018).

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis do estudo

	Variáveis	INV	RCA	TAM	TANG	FC	ECP
2014	Média	R\$ 995.892,67	R\$ 1.340.054,90	13,3243	0,2021	-0,0219	1,2197
	Des. Pad.	R\$ 4.566.692,88	R\$ 2.359.579,08	4,4391	0,2306	0,5570	3,7314
	Mínimo	0	0	0	0	-4,8396	0
	Máximo	R\$ 49.030.806,53	R\$ 17.684.000,00	20,7275	0,9569	4,3631	37,3123
	Obs.	332	332	332	332	332	332
2015	Média	R\$ 890.357,88	R\$ 1.512.556,90	12,6781	3,1200	-0,09121	1,9921
	Des. Pad.	R\$ 4.258.886,96	R\$ 2.727.723,64	5,2212	46,6639	1,1892	9,3997
	Mínimo	0	0	0	0	-19,320	0
	Máximo	R\$ 51.044.443,61	R\$ 21.983.114,00	20,7523	846,8571	0,8510	119,3712
	Obs.	333	333	333	333	333	333
2016	Média	R\$ 853.974,40	R\$ 1.548.736,08	13,8536	0,2161	-0,0275	2,3461
	Des. Pad.	R\$ 4.226.229,44	R\$ 2.681.263,39	3,2899	0,2360	0,5404	12,0949
	Mínimo	0	0	0	0	-5,7428	0
	Máximo	R\$ 52.479.417,56	R\$ 21.170.961,04	20,5795	0,9561	2,2119	170,6709
	Obs.	329	329	329	329	329	329
2017	Média	R\$ 869.868,33	R\$ 1.757.279,12	13,9932	0,2025	-0,0723	2,6276
	Des. Pad.	R\$ 4.495.672,19	R\$ 2.903.050,15	3,0463	0,2228	0,7795	13,0472
	Mínimo	0	0	0	0	-10,350	0
	Máximo	R\$ 58.560.380,35	R\$ 19.462.209,00	20,5830	0,9628	0,9590	185,4097
	Obs.	333	333	333	333	333	333
2018	Média	R\$ 853.533,57	R\$ 2.164.280,43	13,6786	0,1979	-0,1203	17,4974
	Des. Pad.	R\$ 4.512.058,83	R\$ 3.887.623,66	3,8620	0,2203	1,2064	262,7110
	Mínimo	-R\$ 40.620,07	0	0	0	-13,30	0
	Máximo	R\$ 57.595.246,77	R\$ 38.860.500,00	20,5804	0,9558	1,1339	4767
	Obs.	330	330	330	330	330	330

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas (média, desvio padrão, mínimo e máximo) para as variáveis estudadas, ou seja, o investimento (INV), a remuneração dos conselheiros da administração (RCA), o tamanho da empresa (TAM), a tangibilidade (TANG), o fluxo de caixa (FC), o endividamento de curto prazo (ECP). As definições das variáveis características das empresas podem ser visualizadas na seção 3.3.

A observação realizada na tabela acima, com as empresas brasileiras listadas na B3, sugere um fluxo de caixa negativo, evidenciando as sucessivas dificuldades encontradas pelas empresas, a partir da recessão 2014-2016 e o baixo crescimento econômico do país nos anos seguintes (PIB abaixo de 2% em 2017 e 2018). Esta apreciação sobre o fluxo de caixa corrobora com os dados exibidos pela variável endividamento de curto prazo, que apresentou

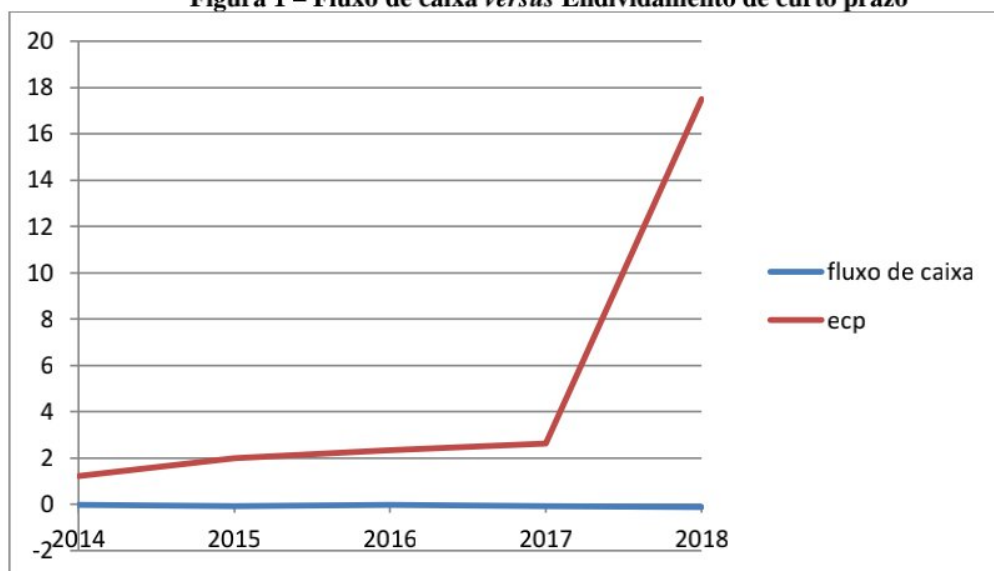
crescimento em 2017 e 2018, impulsionadas pela queda da taxa básica de juros (Selic) e PIB positivo, após anos de recessão.

Já a variável tangibilidade indica que as empresas, em média, mantiveram seus investimentos em ativo imobilizados de forma constante, exceto em 2015, que apresenta um relativo aumento, podendo indicar uma proteção à recessão de 2014-2016, fato que representa certo grau de incerteza por parte das empresas naquele ano.

No ano de 2018 houve mais cortes na taxa básica de juros, chegando ao menor patamar histórico até aquele momento. Além disso, o espectro político de eleições para a presidência do Brasil pode ter exercido influência nessa variável.

Neste instante, exibe-se alguns gráficos das principais variáveis do estudo.

Figura 1 – Fluxo de caixa versus Endividamento de curto prazo



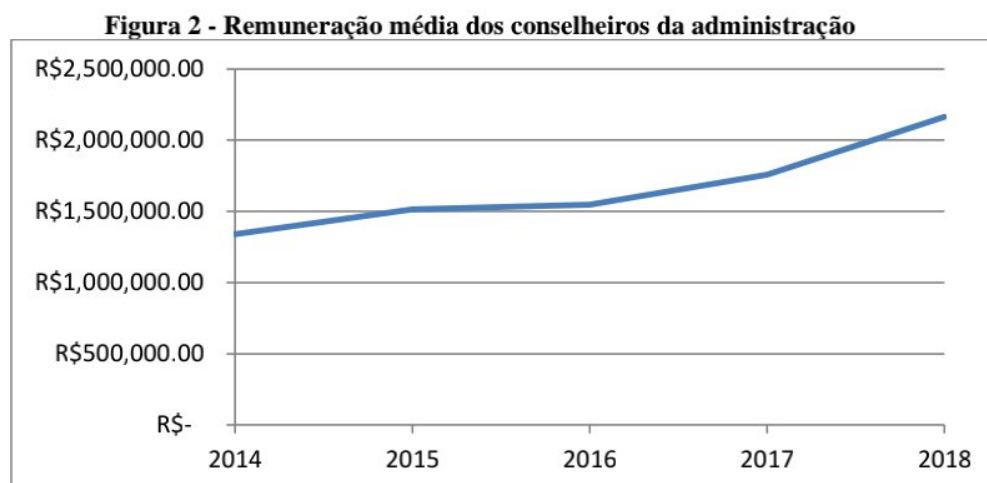
Fonte: Elaborado pelo autor.

Com a Figura 1, observa-se que a variável fluxo de caixa mostrou-se com pouca variação ao longo dos anos. Contudo, vale ressaltar que ao longo do período analisado aconteceram fatos que dinamizaram a “vida” corporativa, que passaram por momentos de recessão e incertezas econômicas e de estímulos ao crescimento econômico, como a queda da taxa Selic.

Também é possível observar que entre os anos de 2014 e 2016 as empresas passaram a usar menos dívidas de curto prazo, o que pode ser consequência da situação econômica do país, fato que confirma o período de recessão econômica (em 2014, o PIB foi 0,5%, em 2015 -3,55%, e, 2016 -3,31%), segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE,

2021). Além disso, nesse período houve um aumento na taxa básica de juros (Selic), alcançando a taxa de 14,25% no período.

Dito de outra forma, pode-se inferir que o fluxo de caixa, que mensura o potencial de uma empresa de gerar lucro com base nas dimensões do seu patrimônio, apresentou uma tendência de valor tendendo a zero, contudo menor que zero, com o passar dos anos. Já o endividamento de curto prazo tem uma variação positiva ao longo dos anos. É importante mencionar que a partir de 2017 há um crescimento mais acelerado do endividamento de curto que é impulsionado pela queda da taxa básica de juros (Selic) e PIB positivo, após anos de recessão. Ou seja, parece que houve um esforço de oferta de crédito para auxiliar as empresas que estavam com dificuldades financeiras, ao longo dos anos, por motivos econômicos.



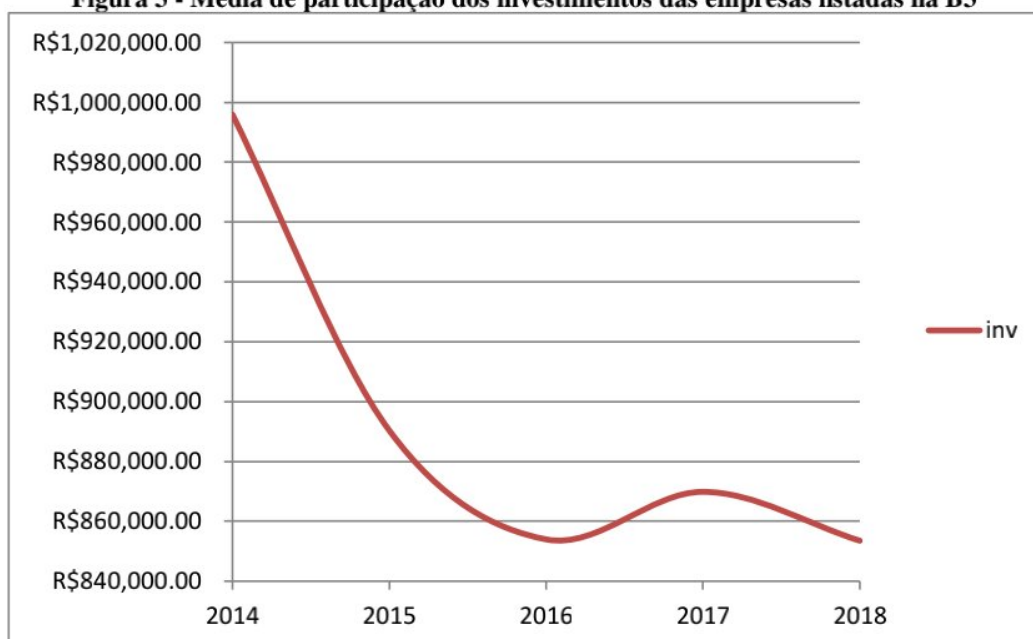
Fonte: Elaborado pelo autor.

A figura 2 mostrou que a remuneração total média nos anos de análise aponta um crescimento, passando de R\$ 1.340.054,898 em 2014 para R\$ 2.164.280,4327 em 2018. Assim, parece haver uma maior preocupação, conforme conjuntura econômica do país, bem como com a gestão eficiente das corporações, representada pela relação de agência entre conselho de administração e principal executivo, em que os conselheiros devem conduzir o futuro estratégico das corporações, alinhando os interesses dos acionistas aos dos executivos.

Entretanto, em situações de recessão econômica, a remuneração dos conselheiros apresenta uma variação menor do que em anos de melhora econômica, fato que também foi observado com os investimentos realizados pelas empresas, os quais foram mais comedidos nos períodos mais difíceis financeiramente. É importante notar que o fluxo de caixa de 2016 até 2018 obteve a sua maior variação percentual positiva; como este é composto pelo lucro

antes de juros e impostos (EBIT), quando o ambiente macroeconômico aderiu ao teto de gastos, além de um maior controle inflacionário, uma política monetária expansionista, e havendo uma melhora substancial nos lucros das empresas, houve um retorno maior para os conselheiros.

Figura 3 - Média de participação dos investimentos das empresas listadas na B3



Fonte: Elaborado pelo autor.

A figura 3 apresenta uma queda nos investimentos pelas empresas até meados de 2016. Ou seja, o investimento que as empresas brasileiras listadas na B3 realizaram para manter o seu nível operacional ou para aumentar a produção foi de baixo valor nesse período. Com o risco país elevado (em 2015) e os juros mais altos, a incerteza econômica afetava as decisões de investimento das corporações.

Após a estatística descritiva e dos gráficos exibidos acima, foi realizada uma regressão múltipla com dados em painel. Assim, os dados da tabela 3 evidenciam a relação entre o investimento realizado pelas empresas e a remuneração do conselho de administração delas.

Tabela 3 - Regressão do regressão em painel para investimento

Variável	INV	
	M1	M2
Constante	0.6027576***	0.2317957***
Remuneração	0.0196836***	0.196548***
TAM (Tamanho)	0.0397525	-
TANG (tangibilidade)	0.0026213	-
FC (Fluxo de Caixa)	0.0840724*	-

ECP (End. de curto prazo)	0.0004606	-
R²	0.01	0.0072
Teste F	2.75	9.89
Sig.	0.0177	0.0017
Hausman test	61.67	28.64
Sig.	0.0000	0.0000
Observações	1634	1634

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota. As definições das variáveis podem ser visualizadas na seção de método. Esta tabela apresenta os resultados obtidos para a estimativa dos parâmetros para dados em painel, a amostra analisada compreende os anos de 2014 a 2018. M1 representa o modelo com as variáveis de controle, e M2 sem as variáveis de controle. *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1.

Ao rodar os modelos descritos na seção de método, o teste de Hausman foi utilizado para identificar qual seria o estimador mais adequado (Efeitos fixos ou Efeitos Aleatórios). Vale ressaltar que foram executados dois modelos, um com as variáveis de controle (modelo M1, ver tabela 4), e um segundo modelo sem as variáveis de controle (modelo M2, ver tabela 4), com o intuito de prover mais robustez aos dados analisados. Ademais, os testes de Breusch Pagan e Chow foram utilizados para verificar qual o modelo mais adequado. Além disso, foi estimado um painel robusto a fim de minimizar os efeitos da heterocedasticidade e verificar qual o estimador mais adequado para a análise (observando o erro padrão, a variância dos componentes estimados e o R²), de maneira semelhante a Cameron e Trivedi (2010).

O modelo mais adequado segundo os testes foi o modelo de efeito fixo. Assim, é possível observar na tabela 3 que a **remuneração dos conselheiros** apresenta uma relação positiva, ou seja, na medida em que há uma elevação da remuneração dos conselheiros, há uma maior probabilidade de investimentos realizados pelas empresas.

Com relação às variáveis de controle, o **fluxo de caixa** exibiu uma relação positiva, indicando que as empresas com maiores fluxos de caixa são mais propensas a fazer investimentos. As demais variáveis: tamanho da empresa, tangibilidade e endividamento de curto prazo apenas sinalizam um efeito positivo nas decisões de investimento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi verificar se a remuneração dos conselheiros influencia o investimento das empresas listadas na B3 entre os anos de 2014 até 2018. Foram analisadas entre 329 e 333 empresas brasileiras de capital aberto, listadas na B3, ao longo de 2014 a 2018.

Como resultado principal da presente pesquisa, foi possível observar que há uma relação positiva entre a remuneração dos conselheiros da administração e os investimentos realizados pelas empresas listadas na B3. Estes achados também foram percebidos na análise gráfica, cujos períodos de maior recessão apresentaram a remuneração em um menor crescimento, acompanhando a cautela das corporações no uso de seus recursos financeiros. Contudo, percebe-se que quanto maior a remuneração destes conselheiros, mais propensos a aprovar projetos de investimentos nas assembleias, conduzindo assim os rumos estratégicos das empresas.

Outro ponto que se pode destacar é o fluxo de caixa, que de forma semelhante à remuneração apresentou uma relação positiva, ou seja, na medida em que há maiores reservas de caixa há uma maior propensão a investimento.

Embora este estudo auxilie na compreensão da relação entre a remuneração do conselho de administração e as decisões de investimento, há limitações como variáveis que possivelmente foram omitidas, ou seja, que auxiliariam no modelo mais adequado; a falta de informação de algumas empresas, o que diminui o tamanho da amostra.

A favor de pesquisas futuras, sugere-se a utilização de outras características do conselho de administração, como a idade média do conselho. Além disso, recomenda-se comparar setores de atuação a fim de verificar se a remuneração dos conselheiros da administração influencia mais em determinados setores do que outros.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. **The Review of Financial Studies**, v. 20, n. 5, 2007.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financing Frictions and the Substitution between Internal and External Funds. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 3, 2010.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. S. The cash flow sensitivity of cash. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, 2004.
- BELOTTI, V. N.; SANTOS, D. F. L. Análise dos investimentos na capacidade de inovar nos indicadores de risco das empresas brasileiras. **Navus-Revista de Gestão e Tecnologia**, v. 10, 2020.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. **The American Economic Review**, v. 79, n.1, 1989.
- BESARRIA, Cássio Nóbrega et al. A qualidade das informações prestadas pelas empresas reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. **Race**, v. 14, n. 1, 2015.
- BRICK, I. E.; CHIDAMBARAN, N. K. Board meetings, committee structure, and firm value. **Journal of Corporate Finance**, v.16, 2010.
- BRUGNI, T. V. et al. Conselhos de administração brasileiros: uma análise à luz dos formulários de referência. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 11, n. 1, p. 146-165, jan./abr., 2018. ISSN 1983-8611.
- CAMPELLO, M.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 97, 2010.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, Composição do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade: Evidências Empíricas do Mercado Acionário Brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, 2014. DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2014070101>
- COSTA, L.; SAMPAIO, J. O.; FLORES, E. S. Diversidade de Gênero nos Conselhos de Administrativos e sua relação com o Desempenho e Risco Financeiro nas Empresas Familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, n. 6, 2019.
- DALMOLIM, D. et al. Efeito dos riscos percebidos sobre a confiança e as decisões de investimento e financiamento. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 22, n. 2, 2019.
- FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. Financing Constraints and Corporate Investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 1, 1988.

FRANZOTTI, T. D. A.; VALLE, M. R. Impacto de crises sobre investimentos e financiamentos de companhias brasileiras: abordagem no contexto de restrições financeiras. **Brazilian Business Review**, v. 17, n. 2, 2020.

FREITAS, MARIA RAFAELA DE OLIVEIRA et al. Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. *Revista de Administração de Empresas*, v. 60, n. 5, p. 322-335, 2020.

GIL, A. C. Como classificar as pesquisas? In: GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2002. p. 41-58.

GOES, T. H. M.; MACHADO-FILHO, C. A. P. Decisões de investimento de empresas familiares brasileiras. **Teoria e Prática em Administração**, v. 11, n.1, 2020).

GONDRIGE, E. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, v. 9, n. 3, 2012.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Finance Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNAÇÃO CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. IBGC, 2015. Disponível em: www.ibgc.org.br.

KIRCH, G.; PROCIANOY, J. L.; TERRA, P. R. S. Restrições financeiras e a decisão de investimento das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 68, n. 1, 2014.

LAZZARETTI, K.; PIEKAS, A. A. S.; JULKOVSKI, D. J. Características dos conselhos de administração e desempenho das firmas brasileiras de capital aberto. **Revista Gestão Organizacional**, v. 12, n. 3, 2019.

LEMMA, T. T.; MLILO, M. M.; GWATIDZO, T. Board remuneration, director's ownership and corporate performance: the South African evidence. **International Review of Applied Economics**, v. 34, n. 4, 2020.

MARTINS, Ricardo Zerinto; CHIMENDES, Vanessa Cristhina Gatto. A Importância da função do administrador financeiro considerando as variáveis: risco e retorno. *Revista de Administração do UNIFATEA*, v. 1, n. 1, 2008.

MCCONNELL, J. J.; MUSCARELLA, C. J. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. **Journal of Financial Economics**, v. 14, 1985.

MYERS, S. C. Financing of corporations, In: G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz. **Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance**. Elsevier North Holland, 2003.

NISIYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 6, 2018.

OPLER, T. et al. The determinants and implications of corporate cash holdings. **Journal of Financial Economics**, v. 52, 1999.

PAIVA, J. F. M.; OLIVEIRA, N. A.; PEIXOTO, F. M. A relação entre Conselho de Administração, Desempenho, Valor e Risco no Mercado Brasileiro de Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 9, n.1, 2015.

RANDOY, T; NIELSEN, J. Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. **Journal of Management and Governance**, 2002. DOI: <https://doi.org/10.1023/A:1015511912289>.

REDIKER, K. J.; SETH, A. Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. **Strategic Management Journal**, v. 16, 1995.

SHAN, C. M.; RAZAK, N. H. A.; ALI, A. B. I. The impact of board of director's characteristics and remuneration on companies' performance in Malaysia. **Social Science Research Network**, 2019. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=3317189>>

SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 13, n. 41, p. 440-453, 2011.

SILVA, B. A. O.; CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Governança corporativa e sensibilidade investimento-fluxo de caixa no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 17, n. 2, 2019.

TURA, H. A. Overview of corporate governance in Ethiopia: The role, composition and remuneration of boards of directors in share companies. **Mizan Law Review**, v. 6, n.1, 2012. DOI: <http://dx.doi.org/10.4314/mlr.v6i1.2>

VELOSO, C. R. S. et al. Much Sweat, Much Pay – Less Sweat, Less Pay? Evidências de “Coleguismo” na determinação da remuneração dos executivos brasileiros. **Journal of Accounting, Management and Governance**, v. 22, n. 2, 2019.

VELTE, P.; EULERICH, M. Determinants of executive board remuneration new insights from Germany. **Corporate Ownership & Control**, v. 11, n. 4, 2014.

VIEIRA, C. A. M.; MARTINS, O. S. Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no *turnover* do CEO das empresas abertas no Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 34, 2018.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n. 2, 1996.

ZHANG, P. Board Information and Strategic Tasks Performance. **Corporate Governance: Na International Review**, v. 18, n. 5, 2010.

ZITTEI, M. V. M. et al. Remuneração do conselho de administração, governança corporativa e desempenho econômico-financeiro: uma análise em empresas brasileiras. **XV Congresso USP Controladoria e Contabilidade**, 2015. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org>>