

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

ROOSEVELT DOS SANTOS FILHO

**Conselho de Administração: uma análise da influência sobre o endividamento e a
liquidez das empresas listadas na B3.**

Maceió
2021

ROOSEVELT DOS SANTOS FILHO

Conselho de Administração: uma análise da influência sobre o endividamento e a liquidez das empresas listadas na B3

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado a Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de Alagoas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador(a): Prof. Dr. Edilson dos Santos
Silva

Maceió
2021

Catálogo na fonte
Universidade Federal de Alagoas
Biblioteca Central
Divisão de Tratamento Técnico

Bibliotecário: Marcelino de Carvalho Freitas Neto – CRB-4 – 1767

S237c Santos Filho, Roosevelt dos.

Conselho de Administração : uma análise da influência sobre o endividamento e a liquidez das empresas listadas na B3 / Roosevelt dos Santos Filho. – 2021.
36 f. : il.

Orientador: Edilson dos Santos Silva.

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

Bibliografia: f. 32-36.

1. Conselho de administradores. 2. Liquidez (Economia). 3. Endividamento. 4. Estrutura de capital. 5. Desempenho organizacional. I. Título.

CDU: 65.015.25

Folha de Aprovação

ROOSEVELT DOS SANTOS FILHO

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO: UMA ANÁLISE DA INFLUÊNCIA SOBRE O
ENDIVIDAMENTO E A LIQUIDEZ DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3.

Trabalho de Conclusão de Curso
submetido ao corpo docente do Curso de
Administração da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade Federal de Alagoas.

Orientador: Prof. Dr Edilson dos Santos
Silva.

Aprovado em 21/07/2021

Banca Examinadora:

Edilson dos Santos Silva

Prof Dr Edilson dos Santos Silva, UFAL

Ana Paula Lima Marques Fernandes

Profª Drª Ana Paula Lima Marques Fernandes, UFAL

Anderson Moreira Aristides dos Santos

Prof Dr Anderson Moreira Aristides dos Santos, UFAL

RESUMO

Estudos mostram que o desempenho 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 as características do conselho de administração influenciam o endividamento e a liquidez das empresas brasileiras de capital aberto. Analisou todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 entre os anos de 2013 e 2018 através de informações fornecidas à Comissão de Valores Mobiliários (formulários de referência e demonstrações financeiras consolidadas) e Economatica, utilizando testes estatísticos e técnica econométrica “painel de dados”. Os resultados mostram que há uma relação entre o aumento na quantidade de mulheres do conselho de administração tanto com um aumento na liquidez quanto a diminuição do endividamento, já quando o presidente do conselho e o diretor presidente é a mesma pessoa há uma tendência de maior endividamento e uma diminuição da liquidez. O desempenho financeiro tem uma relação positiva com a liquidez e negativa com o endividamento, assim como o tamanho da empresa tem uma relação negativa com o endividamento. Já a oportunidade de crescimento, remuneração do conselho e a quantidade de conselheiros com treinamento tem uma relação negativa com a liquidez empresarial.

Palavras-chave: Conselho de Administração. Liquidez. Endividamento. Estrutura de Capital. Desempenho Empresarial.

ABSTRACT

Studies show that business performance 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 characteristics of the board of directors influence the indebtedness and liquidity of Brazilian publicly traded companies. Analyzed all Brazilian publicly traded companies listed in B3 between 2013 and 2018 through information provided to the 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 relationship between the increase in the number of women on the board of directors with both an increase in liquidity and the decrease in indebtedness, while the chairman of the board and the chief executive officer is the same person there is a tendency of higher indebtedness and a decrease in liquidity. Financial performance has a positive relationship with liquidity and negative with indebtedness, as well as the size of the company has a negative relationship with indebtedness. The opportunity for growth, board remuneration and the number of counselors with training have a negative relationship with business liquidity.

Keywords: Board of Directors. Liquidity. Indebtedness. Capital Structure. Business Performance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Liquidez vs Endividamento total.....	23
Figura 2 - Média do Tamanho do Conselho.....	25
Figura 3 - Média de Participação de Conselheiros Independentes e de Mulheres.....	26

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Variáveis do Estudo	21
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis do estudo	22
Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis do Conselho de Administração	24
Tabela 4 - Resultado da regressão em painel para liquidez e endividamento total.....	27

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	Objetivos	11
1.1.1	Geral.....	11
1.1.2	Específicos.....	11
1.2	Justificativa.....	11
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	12
2.1	Estrutura de Capital e Desempenho	12
2.2	Conselho de Administração	15
3	METODOLOGIA	19
3.1	População da pesquisa e amostra	19
3.2	Método de análise de dados.....	19
3.3	Operacionalização das variáveis.....	21
4	RESULTADOS	21
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	30
	REFERÊNCIAS	32

1 INTRODUÇÃO

Ao longo dos anos, diversos estudos foram realizados procurando identificar os fatores que influenciam na composição da estrutura de capital das empresas, principalmente nos mercados mais desenvolvidos.

Os debates sobre a composição da estrutura de capital das empresas vêm sendo discutidos à luz de aspectos relacionados à estrutura ótima de capital, sobre a hierarquia de financiamento, sobre a teoria da Agência, e sobre a influência das condições do mercado, conforme os trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Myers e Majluf (1984), Myers (2001), Baker e Wurgler (2002); Frank e Goyal (2003a, 2003b), Lemmon e Zender (2004), e, Fama e French (2011).

Contudo, uma grande parcela destes estudos diz respeito aos fatores que podem influenciar a estrutura de capital, buscando com isto, identificar a aderência com as diversas teorias propostas na literatura. Neste contexto, características como tamanho da empresa, oportunidade de crescimento do negócio, tangibilidade dos ativos, lucratividade e risco, têm sido apontados como importantes na definição da estrutura de capital das empresas, nos diversos países. Ademais, as decisões de financiamento podem ser afetadas por fatores externos as empresas como as condições econômicas do país, suas leis etc. Entretanto, os fatores externos influenciariam a estrutura de capital das empresas com intensidades diferentes, pois o ambiente econômico e institucional dos países pode mudar, ao longo dos anos.

Apesar de o Brasil ter sido considerado uma das grandes potências emergentes, no passado (ALMEIDA, 2010). Nos últimos anos, o país passa por uma situação econômica desfavorável. Neste contexto, é interessante observar o comportamento financeiro das empresas brasileiras, uma vez que os efeitos econômicos tenham influenciado a tomada de decisão nas empresas ao longo do tempo.

A literatura tem reportado que as empresas mais lucrativas apresentam níveis mais altos de endividamento (*static trade-off theory*). É sabido também, empiricamente, que as empresas mais lucrativas tendem a exibir níveis mais baixos de endividamento (FRANK; GOYAL, 2008). Contudo, é importante entender como estes impactos podem influenciar a tomada de decisão de empresas, pois empresas de menor porte apresentam custos de endividamento diferentes de empresas maiores, por exemplo.

Vale ressaltar, também, que apesar de inúmeras pesquisas sobre o tema, ainda há motivação para os pesquisadores, pois segundo Bose, McGee e Al (2015) os efeitos das

escolhas de capital e os subsequentes efeitos sobre o desempenho financeiro, ainda parecem não estar claros.

De-Carvalho e Dias (2016) destacam que as ações estratégicas apresentam influência sobre o desempenho da firma, pois quanto maior a rivalidade, mensurada por meio da receita dos concorrentes, maior a possibilidade de obtenção de receitas originadas da venda de produtos, até o ponto em que a intensidade da rivalidade passa a impedir o acesso a recursos oriundos das vendas, em virtude do incremento da capacidade competitiva dos concorrentes.

Assim, os gestores financeiros alocariam um tempo para a administração de ativos circulantes e o financiamento de curto prazo desses ativos, uma vez que o ativo e o passivo circulante representam um investimento significativo das empresas, e a posição de liquidez da empresa é determinada pela composição e financiamento dessas contas correntes (LAMBERSON, 1995).

Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2007) reforçam que o investimento em capital de giro envolve a relação entre lucratividade e risco, pois as decisões que tendem a aumentar a lucratividade tendem a aumentar o risco, e, inversamente as decisões que se concentram na redução do risco tendem a reduzir a rentabilidade potencial.

Contextualmente, muitos são os fatores que podem afetar as decisões corporativas. Contudo, uma empresa que apresenta boas práticas de governança corporativa pode minimizar as eventualidades que interferem nas decisões gerenciais. Assim, o conselho de administração - órgão incumbido do processo de decisão em relação ao direcionamento estratégico de uma organização – figura-se como ferramenta essencial no processo de tomada de decisão das corporações.

Segundo o IBGC (2015, p. 39) o conselho de administração “exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente”. Além de decidir os rumos estratégicos do negócio, compete também ao conselho de administração monitorar a diretoria, atuando como ele entre diretores e sócios (IBGC, 2015).

Muitos trabalhos empíricos associam estrutura de conselho de administração ou outros aspectos de governança e o desempenho da empresa, há também estudos que relacionam a estrutura de capital com desempenho corporativo, diante de vários contextos que podem trazer dificuldades para as empresas. Fato muito salutar, pois situações como uma crise econômica, por exemplo, podem ajudar na compreensão das decisões corporativas.

Choi, Park e Yoo (2006) avaliaram os impactos de diretores independentes no conselho de administração sobre o desempenho das empresas coreanas. Os resultados indicaram que os diretores externos apresentam uma relação positiva sobre o desempenho das empresas. Entretanto, os autores afirmam que o efeito positivo dos diretores independentes depende tanto da composição do conselho de administração quanto da natureza do mercado em que as empresas operam.

Já Alves, Couto e Francisco (2014) analisaram a influência do conselho de administração sobre as decisões de financiamento. Os resultados apontaram que a parcela de diretores independentes no conselho de administração é positivamente associada com uma parte do financiamento externo adquirido, além disso, as empresas que apresentavam diretores independentes nos conselhos eram mais propensas a captar dívidas de longo prazo do que de curto prazo. Foi observado também que uma diretoria mais diversificada por gênero, e, quando o presidente do conselho não é executivo, este contexto pode levar uma empresa a ter uma estrutura de capital composta com mais fontes de financiamento de longo prazo.

Neste contexto, as experiências construídas ao longo do tempo contribuem na tomada de decisão dos gestores, e são estas decisões que podem aumentar a expectativa de vida das empresas, bem como a sua sobrevivência.

Para Fracassi (2015) os gestores/diretores que compartilham conexões sociais apresentam níveis similares de investimentos de capital, e mudam seus investimentos ao longo do tempo de forma semelhante (preferências e estilos similares). Além disso, as conexões educacionais são mais efetivas na influência das decisões de custo de capital. Assim sendo, as conexões sociais podem influenciar as políticas corporativas. Xie, Davidson III e DaDalt (2001) acrescentam que para um monitoramento mais eficiente dos executivos, os conselhos devem conter conselheiros independentes com *expertise* financeira.

Diante do atual contexto econômico do Brasil, busca-se entender como o conselho de administração influencia o endividamento e a liquidez das empresas brasileiras de capital aberto?

Este trabalho contribui com a literatura existente por ser um dos poucos estudos a relacionar conselho de administração com endividamento e liquidez, além de explorar as decisões financeiras influenciadas também pela remuneração dos conselheiros.

Assim, a pesquisa tem como objetivo verificar se o conselho de administração influencia o endividamento e a liquidez das empresas brasileiras de capital aberto.

O trabalho estrutura-se da seguinte forma: a seção seguinte apresenta uma breve revisão sobre estrutura de capital e desempenho, e, conselho de administração. Em seguida, a seção de método, os resultados da pesquisa e, na última seção, 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 o conselho de administração influencia o endividamento e a liquidez das empresas brasileiras de capital aberto.

1.1.2 Específicos

- a. Identificar medidas de liquidez e endividamento através da revisão da literatura;
- b. Averiguar características do conselho de administração conforme literatura, que possam influenciar nas decisões financeiras;
- c. Analisar se o conselho de administração influencia o endividamento e a liquidez das empresas listadas na B3.

1.2 Justificativa

Esta pesquisa, ao analisar a influência do conselho de administração no endividamento e na liquidez das empresas, ela apresenta relevância para a compreensão das decisões estratégicas, cujas empresas passaram e passam por momentos de instabilidade da economia nacional, assim entender como as empresas se comportam em momentos adversos, enriquece o conhecimento a respeito da temática.

Além disso, consoante com Bose, McGee e Al (2015), as implicações sobre o desempenho financeiro das empresas decorrentes das escolhas de capital por elas realizadas (decisões de investimento e financiamento), até o momento não são esclarecedoras.

Com isso, o estudo permitirá uma compreensão do ambiente das empresas de capital aberto, a partir das características do conselho de administração e das decisões de endividamento e liquidez, numa economia que faz com que as empresas sejam mais competitivas, na busca pela sobrevivência corporativa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Em um cenário de “ginástica” econômica, o Conselho de Administração se destaca por apresentar-se como mecanismo importante para as decisões estratégicas empresariais, pois as corporações buscam sua sustentabilidade no longo prazo. Para o IBGC (2015, p. 40) o conselho “deve definir estratégias e tomar decisões que protejam e valorizem a organização, otimizem o retorno do investimento no longo prazo, e busquem o equilíbrio entre as expectativas das partes interessadas”.

Neste contexto, as empresas com desempenhos financeiros distintos podem apresentar decisões de financiamento diferentes, assim o conselho de administração tem papel importante no processo de gerenciamento de recursos, cujas principais teorias de estrutura de capital auxiliam na compreensão da dinâmica empresarial.

2.1 Estrutura de Capital e Desempenho

As principais teorias de estrutura de capital (*Trade-off* e *Pecking Order*) tem recebido a atenção de muitos pesquisadores ao longo dos anos. Frank e Goyal (2008) ressaltam que cada conjunto de dados analisados apresentam suas características, assim é importante optar por uma técnica de análise adequada ao conjunto de dados, desta forma seria possível entender melhor o comportamento das empresas sob as perspectivas teóricas.

Os debates sobre a composição da estrutura de capital das empresas remetem há aproximadamente 60 anos após as pesquisas realizadas por Modigliani e Miller (1958). Estes debates se utilizam das teorias de estrutura de capital (*Trade-off*, *Pecking Order*, *Agência* e *Marketing Timing*) com o intuito de entender como as empresas tomam suas decisões de financiamento.

Nos últimos anos algumas pesquisas têm observado as relações entre a estrutura de capital e alguns aspectos como a gestão de liquidez (DUDLEY; YIN, 2015), desempenho (KHODAVANDLOO; ZAKARIA; NASSIR, 2017), governança corporativa (KIESCHNICK; MOUSSAWI, 2017; PINHEIRO et al., 2017), estratégias de precificação de produtos (CLAYTON, 2017), capital de giro (ABDUSSALAM; DARUN, 2017), e, fatores macroeconômicos e institucionais (BERNARDO; ALBANEZ; SECURATO, 2018).

Tais estudos proveem de *insights* sobre o comportamento empresarial em relação ao endividamento, bem como os fatores que podem influenciar nestas decisões, cuja importância

se enaltece em momentos de turbulência econômica. Claramente, estes estudos auxiliam na compreensão do comportamento empresarial, bem como melhoram o entendimento das teorias sob o olhar empírico.

Dudley e Yin (2015) relatam que as empresas organizam suas necessidades de endividamento em função das mudanças nos níveis de lucratividade. Os autores analisaram a estrutura de capital de empresas norte-americanas, ao longo de 2002 a 2012, e observaram que as dívidas de empresas com altas necessidades de *hedge* eram mais sensíveis à lucratividade, quando comparadas as empresas com baixa necessidade de *hedge*. Entretanto, esta evidência apresentou-se mais enfática para as dívidas de curto prazo e dívidas subordinadas. Por fim, as evidências observadas sugerem que as empresas buscam equilibrar os benefícios do monitoramento de dívidas com o risco de liquidação.

Abdussalam e Darun (2017) pontuam que a gestão de capital de giro é um fator importante quando se fala em finanças corporativas. Embora a gestão de capital de giro seja direcionada para decisões de curto prazo, segundo os autores, ela influencia as decisões de longo prazo nas empresas. Assim, a ênfase na gestão de capital de giro levaria a controles de custos e desempenho, associada ao crescimento e a produtividade da empresa. Neste contexto, a gestão de capital de giro possibilitaria a saúde financeira da empresa, mantendo um crescimento uniforme, lucratividade e liquidez, juntamente como o sucesso operacional.

A relação entre desempenho e estrutura de capital, também, foi observada por Khodavandloo, Zakaria e Nassir (2017). Os autores analisaram empresas malaias, do setor de serviços, e encontraram evidências de uma relação negativa entre desempenho e endividamento. Para este grupo de empresas, cujo capital é intensivo, é natural o uso de capital de terceiros para financiar suas necessidades de investimento. Contudo, o aumento do nível de endividamento pode reduzir a rentabilidade empresarial, assim seria aconselhável o uso de estratégias de financiamento com sabedoria, a fim de manter um desempenho sustentável.

Outro fator que pode afetar as decisões de financiamento das empresas são as estratégias de precificação dos produtos ofertados pelas empresas. Clayton (2017) analisou a relação entre a estratégia de precificação do produto pelas empresas e as decisões da estrutura de capital, e encontrou evidências de uma relação negativa entre a precificação do produto e o endividamento corporativo. O autor ressalta também o impacto das estratégias dos concorrentes (por exemplo, os varejistas de baixo *mark-up*) que influenciam as decisões de estrutura de capital de outros concorrentes.

Além destes aspectos, deve-se ressaltar os impactos macroeconômicos e institucionais observados por alguns estudos, como o de Bernardo, Albanez e Securato (2018). Ao analisar empresas latino-americanas, no período de 2009 a 2014, os autores observaram a importância destes aspectos, externos a empresa, como fatores determinantes nas escolhas das fontes de financiamento das empresas em diferentes países da América Latina. Contudo, os fatores internos as empresas explicam um percentual maior nas decisões de estrutura de capital.

Num contexto de busca pela qualidade da gestão, bem como a longevidade empresarial e o bem comum a todos os *stakeholders*, a governança corporativa auxilia as corporações na busca por um bom desempenho financeiro e na minimização dos fatores externos que possam afetar a performance empresarial. Assim, alguns estudos relacionam a governança corporativa com a estrutura de capital, pois as decisões de investimento e financiamento estão entrelaçadas, e boas decisões podem ser fruto de uma boa governança. Nesta conjuntura o conselho de administração pode ser visto como uma ferramenta importante no processo decisório em relação ao direcionamento estratégico corporativo.

Kieschnick e Moussawi (2017) investigaram como os efeitos da governança corporativa sobre as escolhas da estrutura de capital mudam com a idade das empresas. Foi observada uma relação negativa entre a idade da empresa e o uso da alavancagem financeira. Notou-se também que, as empresas recorrem a financiamentos externos com custos mais baixos na medida em que envelhecem para financiar o seu crescimento, já que vender novas ações pode ser mais custoso para elas. Por fim, os resultados sugerem que ao longo do envelhecimento as empresas, as restrições corporativas influenciam nas escolhas das fontes de financiamento de maneira distinta se comparado ao período em que as empresas são jovens.

Pinheiro et al. (2017) complementam os resultados encontrados por Kieschnick e Moussawi (2017), ao que o endividamento das empresas é baixo, o que requer uma melhor utilização dos recursos financeiros, principalmente em projetos que garantam um retorno adequado. Assim, as empresas com boas práticas de governança ajustariam suas necessidades de financiamento conforme suas necessidades e experiência/idade. Pinheiro et al (2017) observou também, em seu estudo, que as empresas não participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa apresentavam endividamento mais altos (a pesquisa foi realizada no período de 2010 a 2014). As possíveis explicações para as evidências encontradas, destacam-se: (a) as instituições financeiras podem estar se preocupando mais com os projetos de investimento e/ou características das empresas (como o fluxo de caixa, rentabilidade, bens que podem ser oferecidos como garantia, e, reputação perante a sociedade), e, (b) as empresas dos

níveis diferenciados podem estar se comportando segundo a teoria de *Pecking Order*, e por isso utilizam mais recursos próprios, necessitando menos de recursos de terceiros.

Desta maneira, é possível conjecturar que uma boa gestão, com o alinhamento dos interesses dos *stakeholders* e com a preservação e otimização do valor da empresa, facilita o acesso a recursos, bem como a eficiência na gestão não somente financeira, mas também na gestão organizacional como um todo.

2.2 Conselho de Administração

A governança corporativa é uma importante parte da gestão estratégica que pode melhorar o desempenho das corporações. Tanto investidores quanto gestores devem entender o que é a governança e o papel que ela desempenha nas empresas. A boa governança corporativa é a chave para a integridade das corporações, instituições financeiras e mercados. Também é essencial para a economia saudável e a estabilidade da organização (BABU, 2012).

Neste contexto, o conselho de administração apresenta-se como uma ferramenta estratégica importante no processo decisório empresarial ao monitorar ações dos diretores, alinhando os interesses destes com os interesses dos proprietários. Assim, o conselho ajuda a assegurar a separação das decisões gerenciais e de controle (FAMA; JENSEN, 1983). Desta forma, segundo o IBGC (2015) o conselho de administração é um instrumento designado ao direcionamento estratégico no processo de decisão de uma empresa, pois ele procura salvaguardar os princípios, valores, objeto social e sistema de governança, apresentando-se como seu principal elemento.

Muitos estudos investigam a influência do conselho de administração no desempenho corporativo, contudo alguns aspectos como a diversidade nos conselhos de administração têm sido observados com atenção nos últimos anos.

Carter, Simkins e Simpson (2002) examinaram as relações entre governança corporativa, diversidade do conselho de administração, e valor da empresa, para as empresas listadas na *Fortune 1000*. As descobertas do trabalho foram: (1) uma relação positiva entre a proporção de mulheres e o valor da empresa, (2) foi observado também, que a proporção de mulheres no conselho aumenta com o tamanho da empresa e tamanho do conselho, mas diminui à medida que o número de *insiders* aumenta, (3) para as mulheres, existe uma relação inversa entre a idade média do conselho e a proporção de conselheiras do sexo feminino. No geral, os

resultados sugerem evidências de uma relação positiva entre o valor da empresa e a diversidade no conselho de administração.

Já Boone et al. (2007) examinaram o desenvolvimento de conselhos corporativos durante os primeiros dez anos após o IPO da empresa. Foi observado que, as empresas têm em média três diretores a menos no IPO, do que as empresas grandes e experientes. Essas empresas adicionam em média 0,13 membros por ano, ao longo dos 10 anos após o IPO. Os conselhos também apresentam uma maioria (56%) de conselheiros independentes, e após os 10 anos esse percentual sobe para 69%. Em particular, foi observado que: (a) empresas maiores, mais experientes e mais diversificadas têm conselhos maiores e mais independentes, (b) as empresas nas quais as oportunidades dos gerentes de consumir benefícios privados são grandes, ou nas quais o custo dos gerentes de monitoramento é pequeno, têm conselhos maiores, e (c) empresas nas quais os gerentes têm influência substancial e nas quais as restrições sobre a influência gerencial são fracas, têm menos conselheiros independentes.

Em um experimento natural, na Noruega, Ahern e Dittmar (2012) buscaram identificar os impactos dos conselhos corporativos sobre o valor das empresas. Os autores usaram a variação do percentual de mulheres nos conselhos de administração para medir a mudança nos conselhos, por uma quota de gênero aprovada pela primeira vez em 2003. Observou-se que a restrição imposta pela cota causou uma queda significativa no preço das ações com o anúncio da lei e um declínio no Q de Tobin ao longo dos anos seguintes. As cotas proporcionaram conselhos mais jovens e menos experientes, aumentos na alavancagem e aquisições, e, deterioração no desempenho operacional. Os resultados observados no experimento norueguês diferem daqueles observados por Carter, Simkins e Simpson (2002), possivelmente pelas características institucionais norte-americanas.

Já Dias et al (2014) destacam o papel do *interlocking* (possibilidade do valor corporativo ser afetado pelo número de outros cargos ocupados pelos conselheiros de uma determinada empresa). Os autores buscaram entender e identificar como os determinantes estratégicos e do conselho de administração influenciam o desempenho das organizações. Os resultados encontrados sugerem que as empresas que apresentam um maior número de integrantes no conselho de administração, um maior grau de independência e que mantem um maior número de *interlockings* tendem a apresentar maiores níveis de desempenho, além de serem capazes de realizar uma melhor gestão de seus recursos com o objetivo de geração de resultados.

Apesar dos estudos relacionarem o conselho de administração a fatores distintos, alguns compartilham com a ideia da diversidade no conselho de administração, e que este contexto é

salutar para a organização como um todo. Este “novo” conselho apresenta-se como determinante nos rumos estratégicos e financeiros das corporações. Eles apresentam características importantes como a presença das mulheres, da diversidade, da *expertise*, a independência, além do *interlocking* que tem sido observado por alguns autores.

Outro aspecto importante são as relações de agência, ou seja, os possíveis conflitos que podem estar presentes nas empresas. Mascena, Barakat e Fischmann (2016) analisaram a relação entre independência do conselho e dualidade do papel do CEO, e, o monitoramento realizado por empresas listadas na BM&FBovespa. Os resultados encontrados indicam uma relação negativa entre a dualidade do papel do CEO e monitoramento. Verificou-se que 87,1% das empresas analisadas têm propriedade concentrada. Neste contexto, há um ambiente propício para o conflito entre os interesses dos acionistas majoritários e os interesses dos acionistas minoritários. Na amostra estudada, também foi observado que quanto maior a proporção de ações controladas pelo acionista majoritário, menor o monitoramento da gestão.

Dani et al. (2017) buscaram verificar a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa. Os resultados indicaram uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração das empresas e o desempenho empresarial (rentabilidade do ativo total), assim foi possível supor que quanto maior for o número de membros do conselho, maior será o desempenho empresarial. Contudo, também foi observada uma relação negativa entre a independência do conselho e o desempenho empresarial. A relação seria explicada por um provável conflito com os conselheiros internos, conseqüentemente as decisões seriam menos eficientes. Já a variável “*expertise* do conselho de administração”, a relação foi positiva com o desempenho empresarial, ou seja, conselheiros com qualificação em finanças, possuem conhecimento, experiência e melhores competências gerenciais para a tomada de decisão.

Os conflitos muitas vezes podem ser vistos como essenciais ao crescimento empresarial, pois seria hipotético imaginar o desenvolvimento pessoal/empresarial sem as opiniões divergentes. Entretanto, a diversidade parece ser um fator primordial na concepção dos conselhos de administração, ou seja, é salutar para o desempenho organizacional.

Bernile, Bhagwat e Yonker (2017) construíram um índice baseado em múltiplas dimensões de diversidade para testar seu impacto nas diversas políticas corporativas, e resultados relacionados ao risco da empresa. O índice construído reflete seis distintas dimensões de diversidade, incluindo medidas demográficas e cognitivas que são observáveis e amplamente disponíveis (gênero, idade, etnia, escolaridade, *expertise* financeira, e experiência como

conselheiro). Os resultados encontrados sugerem que a diversidade no conselho de administração reduz a volatilidade de mercado, bem como a um menor risco financeiro representado por baixos níveis de alavancagem financeira e um aumento nos dividendos pagos aos acionistas. Foi observado também que as empresas com conselhos mais diversificados investem mais em pesquisa e desenvolvimento (estes investimentos foram mais produtivos – conduzindo a uma grande quantidade e qualidade de empresas com resultados inovadores). Além destes resultados, foi observado que, em média, a diversidade no conselho de administração leva a uma maior lucratividade e valor da empresa. Isso sugere que, em geral, a visão atual da diversidade apresenta alguns méritos, não apenas do ponto de vista social, mas também de uma perspectiva econômica.

Silva, Cunha e Ferla (2017) relacionaram o excesso de confiança e otimismo gerencial, a estrutura de capital e a diversidade no conselho de administração (nas empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA). Os resultados demonstraram que as empresas não aderentes à diversidade no conselho de administração possuem maior excesso de confiança e otimismo gerencial no endividamento, e são mais propensas a recompra de ações em tesouraria do que as empresas que possuem adesão aos mecanismos de governança (não dualidade do conselho de administração, membros externos e presença de mulheres).

Shaukat e Trojanowski (2018) reforçam que a capacidade de monitoramento do conselho. Os autores examinaram a associação entre a capacidade de monitoramento do conselho e o desempenho corporativo, das empresas de capital aberto do Reino Unido. E encontraram evidências de uma relação positiva entre o conselho de administração e o desempenho empresarial. Contudo, observou-se que as empresas às vezes usam a flexibilidade do Código de governança do Reino Unido oportunisticamente, com o objetivo de diminuir a capacidade de monitoramento do conselho, que é seguida por um subdesempenho subsequente. Este resultado questiona a eficácia da abordagem voluntária à regulação de governança no Reino Unido, e em outros países ao redor do mundo.

Para o IBGC (2017, p. 26), o conselho de administração “tem como missão proteger e valorizar o patrimônio da organização. Deve ter pleno conhecimento dos valores da empresa, propósitos e crenças dos acionistas, zelando pelo seu aprimoramento”. Além disso, o conselho deve avaliar o desempenho da empresa conforme o seu perfil de risco, bem como monitorar a eficiência e a efetividade do sistema de controles internos, o qual deve evoluir em capacidade conforme o avanço das modalidades de risco, inerentes à evolução do desempenho empresarial.

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 2013 a 2018. A escolha do período foi motivada pelo período de crise econômica-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, objetivo verificar se o conselho de administração influencia o endividamento e a liquidez das empresas brasileiras de capital aberto. Foram realizados gráficos dos principais achados na pesquisa, em seguida, os dados foram analisados por meio da técnica econométrica “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, consequentemente há uma melhor eficiência das estimativas econométricas (Baltagi, 2005).

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, consequentemente a possibilidade de gerar previsões mais precisas para os dados analisados (Baltagi, 2005).

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, realizou-se os testes de *Breusch Pagan* e *Chow*, os quais mostraram que os modelos de efeito fixo e efeito aleatório melhor se ajustaram para a regressão dos dados.

Considerando as variáveis testadas em outros estudos sobre o tema, apresentam-se os modelos deste estudo, e em seguida as variáveis do mesmo.

$$(1) \text{Liquidez} = \beta_0 + \beta_1 CA_i + \beta_2 Tam_i + \beta_3 Tang_i + \beta_4 MKB_i + \beta_5 Roa_i + \varepsilon_i$$

e

$$(2) \text{Endiv} = \beta_0 + \beta_1 CA_i + \beta_2 Tam_i + \beta_3 Tang_i + \beta_4 MKB_i + \beta_5 Roa_i + \varepsilon_i$$

Sendo:

LIQUIDEZ – Liquidez da empresa i no tempo t

ENDIV – Endividamento da empresa i no tempo t

β_1 – Intercepto ou constante específica das empresas

CA – Características 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

MKB – Oportunidade de crescimento da empresa i no tempo t

ROA – Rentabilidade da empresa i no tempo t

ε_i – 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 utilizados indicadores de liquidez e endividamento, conforme a tabela a seguir:

Tabela 1 - Variáveis do Estudo

Variáveis de liquidez		Referência
INDLIQ	= Caixa / Ativo Total	John (1993).
Variáveis de endividamento		
ENDT (endividamento total a valor contábil)	= (Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo Total	Kayo e Kimura (2011), Leal (2008).
Variáveis do Conselho de Administração		
Tamanho do Conselho	Total de membros que compõem o conselho	Araújo, Confessor, Santos, Oliveira e Prazeres. (2017), Cunha e Martins (2015), e, Dani et al. (2017).
Conselheiros Independentes	Relação entre o número de membros independentes e o tamanho do conselho.	Araújo et al. (2017), Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), Dani et al. (2017), e, Nisiyama e Nakamura (2018).
Dualidade do CEO	<i>Dummy</i> , 1 se o presidente do conselho de administração acumula o cargo de presidente da companhia.	Araújo et al. (2017), Nisiyama e Nakamura (2018).
Gênero	Percentual de mulheres no conselho de administração.	Araújo et al. (2017), Dani et al. (2017), Nisiyama e Nakamura (2018).
Treinamento	Quantidade de membros que fizeram treinamento em algum curso para executivos ou conselheiros (ex.: IBGC, Stanford, Harvard).	Dani et al. (2017).
Remuneração do Conselho	= ln (remuneração do conselho)	Brugni et al. (2018).
Variáveis de controle		
TAM (Tamanho da empresa)	= ln (Ativo Total)	Perobelli e Famá (2003), Nisiyama e Nakamura (2018), Silva, Santos e Almeida (2011).
TANG (Tangibilidade)	= Ativo Imobilizado / Ativo Total	Campos e Nakamura (2015), Junior e Valle (2015), e, Martins e Terra (2014).
OPC (Oportunidade de Crescimento)	= valor de mercado do PL / valor contábil do PL	Nisiyama e Nakamura (2018)
ROA	= Lucro líquido / Ativo Total	Junior, Sarvas, Oliveira e Ribeiro (2017).

Fonte: Elaborado pelo autor.

4 RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados os resultados empíricos alcançados na pesquisa. Inicialmente apresenta-se, tabela 2, a estatística descritiva das variáveis do estudo, com isso,

consegue-se ter um panorama das empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2013 a 2018. O número de empresas ao longo do período analisado variou entre 329 e 333 empresas.

Observando as principais variáveis do estudo (liquidez e de endividamento) na tabela abaixo, percebe-se que o índice de liquidez apresentou uma pequena variação ao longo dos anos. Já no que concerne a variável de endividamento total, os dados também mostraram pequenas variações, contudo em 2018 há um aumento nos níveis de endividamento (fato que pode ter sido influenciado pela alta do dólar, que apresentou alta acima da expectativa do Banco Central, o baixo crescimento econômico, representado pelo PIB de 1,8%, entre outros fatos ocorridos em 2018).

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis do estudo

	Variáveis	INDLIQ	ENDT	TAM	TANG	OPC	ROA
2013	Média	0,0821	0,9281	13,1523	0,1982	1,1871	-17,9683
	Des. Pad.	0,1477	4,0922	4,7787	0,2283	2,1664	117,0491
	Mínimo.	0	0	0	0	-15,0600	-1366,6666
	Máximo	0,9564	70,3680	20,7373	0,8971	15,5315	80,3376
	Obs.	330	330	330	330	330	330
2014	Média	0,0836	0,9008	13,3243	0,2021	1,4804	-10,7837
	Des. Pad.	0,1582	3,0257	4,4391	0,2306	7,3506	117,8793
	Mínimo.	0	0	0	0	-8,2294	-933,3615
	Máximo	0,9818	50,5655	20,7275	0,9569	130,1476	1188,8559
	Obs.	332	332	332	332	332	332
2015	Média	0,0783	0,8925	12,6781	3,1200	0,9131	-24,4544
	Des. Pad.	0,1490	2,7922	5,2212	46,6639	3,8665	151,8591
	Mínimo.	0	0	0	0	-17,8801	-1860,1774
	Máximo	0,9885	46,7566	20,7523	846,8571	53,4384	75,8130
	Obs.	333	333	333	333	333	333
2016	Média	0,0852	0,9595	13,8536	0,2161	1,0412	-22,3315
	Des. Pad.	0,1515	2,5485	3,2899	0,2360	2,2386	160,1257
	Mínimo.	0	0	0	0	-7,7104	-1687,4037
	Máximo	0,9762	40,7962	20,5795	0,9561	18,5845	221,7250
	Obs.	329	329	329	329	329	329
2017	Média	0,0925	0,9573	13,9932	0,2025	2,0672	-17,5911
	Des. Pad.	0,1711	2,7506	3,0463	0,2228	9,4426	126,6665
	Mínimo.	0	0	0	0	-17,5777	-1650,8216
	Máximo	1	46,1241	20,5830	0,9628	150,2854	106,0461
	Obs.	333	333	333	333	333	333
2018	Média	0,0820	1,0412	13,6786	0,1979	1,8531	-6,4211
	Des. Pad.	0,1457	3,2490	3,8620	0,2203	6,8634	98,0735
	Mínimo.	0	0	0	0	-7,0317	-1302,6235
	Máximo	0,9473	43,6310	20,5804	0,9558	117,2134	63,1044
	Obs.	330	330	330	330	330	330

Fonte: Elaborado pelo autor.

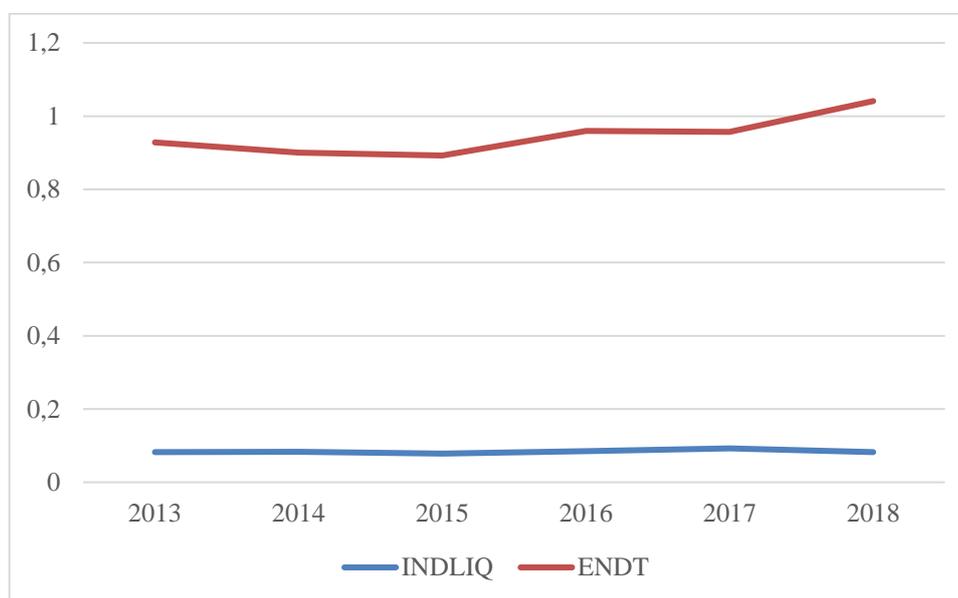
Nota: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas (média, desvio padrão, mínimo e máximo) para as variáveis estudadas, ou seja, o índice de liquidez (INDLIQ), o endividamento total a valor contábil (ENDT), o tamanho da empresa (TAM), a tangibilidade (TANG), a oportunidade de crescimento (OPC) e o retorno sobre o ativo (ROA). 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 ROA (retorno sobre o ativo total médio) 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 ROA, corrobora com os dados exibidos pela variável oportunidade de crescimento, que apresentou crescimento em 2017 e 2018, impulsionada 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 imobilizado de forma constante, exceto em 2015 que apresenta um relativo aumento, podendo indicar uma proteção para proteger-se na 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 influência nessa variável.

Figura 1 – Liquidez vs Endividamento total



Fonte: Elaborado pelo autor.

Com a Figura 1, observa-se que a variável *índice de liquidez* 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 mais dívidas de longo 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. Já o endividamento total a valor contábil mostrou-se praticamente estável ao longo dos anos observados.

A tabela 3 expõe a estatística descritiva das variáveis referentes ao conselho de administração das empresas brasileiras listadas na B3, dessa forma foi possível observar o cenário da estrutura dos conselhos de administração. No que se refere ao treinamento dos conselheiros de administração, observa-se que durante o período analisado, a quantidade média de conselheiros com treinamento não excedeu 2 conselheiros.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis do Conselho de Administração

(continua)

	Variáveis	TC	INDC	GEN	TREI	REM
2013	Média	6,6891	17,58%	8,46%	1,4560	R\$ 1.442.447,37
	Des. Pad.	2,7478	0,1991	0,1575	1,6275	2250416,2181
	Mínimo.	1	0,00%	0,00%	0	R\$ -
	Máximo	16	88,89%	100,00%	8	R\$ 15.257.713,16
	Obs.	296	296	296	296	296
2014	Média	6,6956	18,57%	8,49%	1,5384	R\$ 1.482.519,21
	Des. Pad.	2,7042	0,2067	0,1476	1,6772	2436601,5730
	Mínimo.	1	0,00%	0,00%	0	R\$ -
	Máximo	15	85,71%	100,00%	8	R\$ 17.684.000,00
	Obs.	299	299	299	299	301
2015	Média	6,5065	20,75%	9,01%	1,5686	R\$ 1.639.886,82
	Des. Pad.	2,6004	0,2402	0,1642	1,7546	2800683,2278
	Mínimo.	1	0,00%	0,00%	0	R\$ -
	Máximo	15	100,00%	100,00%	9	R\$ 21.983.114,00
	Obs.	306	306	306	306	308
2016	Média	6,4161	21,50%	9,75%	1,5483	R\$ 1.623.476,34
	Des. Pad.	2,6642	0,2408	0,1837	1,7906	2722710,2236
	Mínimo.	1	0,00%	0,00%	0	R\$ -
	Máximo	17	100,00%	100,00%	9	R\$ 21.170.961,04
	Obs.	310	310	310	310	314
2017	Média	6,3902	23,05%	10,09%	1,7164	R\$ 1.778.426,37
	Des. Pad.	2,7148	0,2467	0,1910	1,7718	2911351,6097
	Mínimo.	1	0,00%	0,00%	0	R\$ -
	Máximo	19	100,00%	100,00%	8	R\$ 19.462.209,00
	Obs.	328	328	328	328	330

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis do Conselho de Administração

(conclusão)						
	Variáveis	TC	INDC	GEN	TREI	REM
2018	Média	6,2333	25,53%	11,22%	1,7818	R\$ 2.164.280,43
	Des. Pad.	2,5569	0,2612	0,1920	1,7850	3887623,6555
	Mínimo.	1	0,00%	0,00%	0	R\$ -
	Máximo	18	100,00%	100,00%	8	R\$ 38.860.500,00
	Obs.	330	330	330	330	330

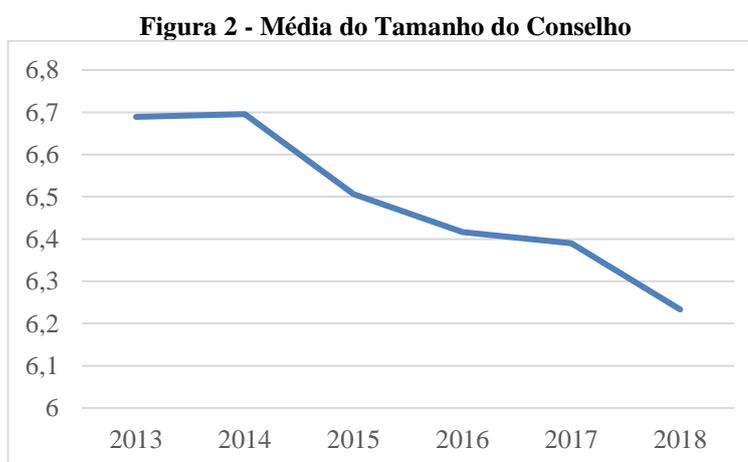
Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas (média, desvio padrão, mínimo e máximo) para as variáveis estudadas, ou seja, o tamanho do conselho (TC), os conselheiros independentes (INDC), o gênero (GEN), o treinamento (TREI) e a remuneração do conselho (REM). As definições das variáveis características das empresas podem ser visualizadas na seção 3.3.

Apesar de no ano de 2016 a média da remuneração total do conselho de administração ter sido um pouco menor que o ano de 2015, a remuneração total nos anos de análise aponta um crescimento, passando de R\$ 1.442.447,3683 em 2013 para R\$ 2.164.280,4327 em 2018.

Outro fato que pode ser visualizado é a participação das mulheres no conselho de administração que vem crescendo nos últimos anos, apesar do percentual de mulheres na composição dos conselhos ainda ser relativamente pequeno. O número de conselheiros independentes também aumentou ao longo do período analisado.

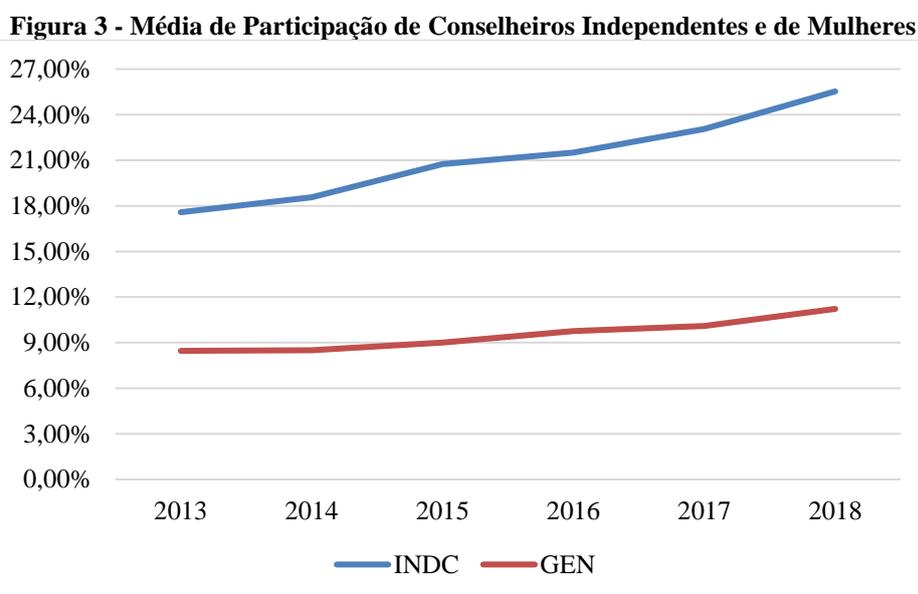
Embora, a figura 2 evidencie que houve uma tendência de queda no número de participantes nos conselhos de administração, ainda assim as empresas estão seguindo as recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que recomenda entre 5 e 11 integrantes.



Fonte: Elaborado pelo autor.

A figura 3 exibe a participação de conselheiros independentes, segundo o IBGC (2015), conselheiros independentes se caracterizam por não terem vínculo com a organização seja de parentesco com sócios ou funcionários, ou algum outro tipo de relação com instituições ou pessoas que estejam envolvidos com a organização. Em 2013 aproximadamente 18% do conselho de administração das empresas era constituído pelos independentes, já em 2018 esse percentual chegou a ultrapassar os 25%. O que mostra uma convergência com o IBGC que indica uma considerável participação de independentes no conselho de administração.

Além disso, outra possível seria a adequação das empresas ao segmento de listagem Novo Mercado (maior nível de governança corporativa). Conforme Regulamento do Novo Mercado, a organização necessita ter no mínimo 2 ou 20% de conselheiros independentes no conselho.



Fonte: Elaborado pelo autor.

A figura 3 também apresenta um cenário em que a participação das mulheres nos conselhos de administração das empresas brasileiras listadas na B3 cresceu ano após ano. O percentual de mulheres em 2013 foi de 8,46%, já em 2018 a participação ultrapassou os 11%. Esse aumento decorre do esforço das mulheres para uma maior participação, como por exemplo, o Projeto de Lei 785/21 que altera a lei das sociedades anônimas e que visa criar cota obrigatória mínima de 30% para a participação das mulheres nos conselhos de administração de companhias abertas.

Após as estatísticas descritivas das variáveis do estudo, foi realizada uma regressão em painel com o conjunto de variáveis do estudo possibilitando uma análise individual sobre as

variáveis dependentes. Assim, os dados da tabela 4 apresentam as regressões em painel, evidenciando como variáveis dependentes o índice de liquidez e o endividamento total a valor contábil.

Tabela 4 - Resultado da regressão em painel para liquidez e endividamento total

Variável	INDLQ		ENDT	
	M1	M2	M1	M2
Constante	.0751926***	.0988955***	1.399435***	1.093697***
Tamanho do Conselho	-.0005176	-.0000429	.0205649	-.0121553
Conselheiros Independentes	.0013218	.0009951	-.0111113	-.0033118
Dualidade do CEO	-.028546***	-.0262048***	.4899131***	.6230825***
Gênero	.0073195**	.0058277**	-.1096501**	-.0962037
Treinamento	-.0042089***	-.0030971**	-.0086873	-.0358963
Remuneração do Conselho	-.0011145	-.0011119*	.002798	-.0054735
TAM (Tamanho da empresa)	.001995		-.0443571*	
TANG (tangibilidade)	.0085191		-.214918	
OPC (Oport. de crescimento)	-.0005612**		-.0034582	
ROA	.000077***		-.0052666***	
R²	0.0420	0.0174	0.1919	0.0071
Teste F/Wald	5.59	4.14	30.17	19.27
Sig.	0.0000	0.0004	0.0000	0.0037
Hausman test	92.12	27.96	20.75	10.42
Sig.	0.0000	0.0001	0.0229	0.1081
Observações	1608	1736	1604	1719

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 2013 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, exibido na tabela 4), com o intuito de prover mais robustez aos dados analisados. Ademais, foram rodados modelos *pooled cross-section* e painel utilizando o estimador 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 R^2), de maneira semelhante a Cameron e Trivedi (2010).

Na tabela 4 é possível observar os efeitos das características do conselho de administração sobre a liquidez (representada pelo índice de liquidez proposto por John (1993)), para o período de 2013 a 2018. Ao observar esta relação, nota-se que a **dualidade do CEO, e Treinamento (quantidade de membros que fizeram curso para executivos ou conselheiros)** apresentaram significância estatística e uma relação negativa com a liquidez. Ou seja, a dualidade do CEO, segundo o IBGC (2015) reduz a independência do conselho e afeta a capacidade de gestão da empresa, assim a proporção de ativos investidos por uma empresa em ativos líquidos (por exemplo, caixa e títulos negociáveis) seria reduzida, quando a mesma pessoa ocupasse os cargos de diretor ou presidente da companhia e presidente do conselho de administração.

A relação negativa entre a dualidade do CEO e a liquidez da empresa observada, no presente trabalho, contradiz o estudo de Gill (2012) que encontrou uma relação positiva. Contudo, os resultados encontrados são condizentes com o argumento de que os problemas de agência são importantes determinantes da liquidez para as empresas. Os achados de Gill (2012) podem ser entendidos como: o aumento caixa reduz a pressão por um bom desempenho e permite que os gestores invistam em projetos de seus interesses, esta pode ser uma das razões do aumento da liquidez nas empresas em que há a dualidade do CEO.

De forma semelhante, quanto maior o número de conselheiros com **treinamento**, curso para executivos ou conselheiros, menor será a liquidez apresentada pelas empresas. A relação negativa encontrada para a variável treinamento diverge do estudo de Dani et al. (2017), pois segundo os autores uma melhor expertise dos conselheiros conduz a uma melhor gerência e conseqüentemente um melhor desempenho empresarial.

Embora, a **remuneração dos conselheiros** tenha apresentado significância estatística apenas no modelo M2 (modelo que contém apenas as características do conselho), a variável mostrou-se estável com relação ao sinal (negativo) nos dois modelos. Todavia, a remuneração influencia nas decisões relacionadas a liquidez empresarial, mesmo que em menor proporção, quando comparada a outras características.

Já a característica **gênero** (percentual de mulheres no conselho de administração) exibiu uma relação positiva, ou seja, quando maior o número de mulheres no conselho, maior será a liquidez corporativa. Resultado semelhante aos de Carter, Simkins e Simpson (2002), e Loukil e Yousfi (2016), assim, mulheres em conselhos de administração são mais propensas a preferir

políticas de financiamento e investimento que permitam à empresa reter mais dinheiro e evitar riscos, conseqüentemente reduz o risco de liquidez.

Entre as variáveis de controle, a **oportunidade de crescimento** apresentou uma relação negativa, ou seja, quanto maior a oportunidade de crescimento, menor a liquidez empresarial. Já o **ROA** que mede o desempenho da empresa apresentou uma relação positiva, sinalizando que as empresas com desempenhos financeiros melhores apresentam uma maior liquidez.

Os resultados das estimações sobre endividamento total, também podem ser visualizados na tabela 4. A **dualidade do CEO** mostrou-se influente no nível de endividamento total, indicando que nas empresas em que o presidente do conselho de administração e o diretor presidente são a mesma pessoa há uma predisposição ao endividamento geral (endividamento total). Este resultado está alinhado ao de Nazir, Aslam e Nawaz (2012), e Ranti (2013), cujos resultados indicam que a concentração das funções afeta a estrutura de capital das empresas.

Kim e Buchanan (2008) afirmam que a concentração de poder na estrutura organizacional facilita o oportunismo gerencial nas estratégias corporativas. Assim, a dualidade do CEO provê menos mecanismos de controle e equilíbrio menos eficazes no controle do oportunismo. Portanto, os resultados podem sugerir que a redução da liquidez e um aumento nos níveis de endividamento podem demonstrar uma harmonização dos interesses do principal executivo e acionistas, conduzindo a uma gestão eficiente dos recursos financeiros, uma vez que o país atravessa uma situação financeira instável há alguns anos (desta forma o ambiente externo contribuiria para esta harmonização da relação de agência).

A participação das mulheres no conselho apresentou uma negativa, porém significativa somente no modelo M1 (modelo que contém as variáveis de controle), mas apresentando sinal consistente nas estimações. Portanto, sinaliza que um número maior de mulheres no conselho favorece menores níveis de endividamento. Complementando a estimação para liquidez, ou seja, empresas que apresentam mulheres nos conselhos de administração são propensas a um menor nível de endividamento e uma maior liquidez. Resultado que corrobora com o de Hernandez, Martin-Ugedo e Vera (2015), que apoia o argumento de que a presença de mulheres na tomada de decisões pode reduzir o risco ao qual a empresa está exposta, levando a um menor custo de dívida.

Entre as variáveis de controle, o **tamanho da empresa** e o **ROA** apresentaram uma relação negativa, ou seja, quanto maior o tamanho da empresa e/ou o maior desempenho

financeiro, menor o endividamento total. Os resultados para estas variáveis estão alinhados aos de Khodavandloo, Zakaria e Nassir (2017) e Frank e Goyal (2008).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo objetivou verificar se o conselho de administração influencia o endividamento e a liquidez das empresas brasileiras de capital aberto. Portanto, realizou-se uma pesquisa descrita de característica quantitativa. Foram analisadas entre 329 e 333 empresas brasileiras de capital aberto, listadas na B3, ao longo de 2013 a 2018. As empresas financeiras foram excluídas da amostra por apresentar características distintas das demais empresas, além daquelas que não apresentaram dados para compor as variáveis deste estudo e/ou exibiram patrimônio líquido negativo.

Os resultados sugerem que a dualidade do CEO, ou seja, empresas em que o presidente do conselho de administração e o diretor presidente são a mesma pessoa há uma predisposição ao endividamento total e uma diminuição da liquidez. Achados que podem indicar a harmonização de interesses entre principal executivo e acionistas, conduzindo a uma gestão eficiente dos recursos financeiros. Assim, os fatores externos (fatores econômicos, por exemplo) contribuiriam para a harmonização da relação de agência. Além disso, um aumento no número de mulheres no conselho favorece um menor nível de endividamento e uma maior liquidez corporativa, ou seja, uma maior discussão nas decisões estratégicas empresariais, buscando o equilíbrio financeiro.

Ademais, na medida em que os conselheiros se capacitam em cursos para executivos e/ou conselheiros há uma sinalização para menores níveis de liquidez nas empresas analisadas. Resultado que pode ter sido influenciado pelas turbulências econômicas no país nos últimos anos, representando as dificuldades financeiras passadas pelas empresas. Já a remuneração do conselho apresentou estabilidade de sinal nos modelos de liquidez, sugerindo uma relação negativa, dito de outra forma, quanto maior a remuneração dos conselheiros menor seria a liquidez da empresa.

Com relação às variáveis de controle, o tamanho da empresa e o ROA (desempenho) sinalizam que as grandes empresas e/ou com maior desempenho financeiro tendem a ser menos endividadas.

Embora, este estudo, auxilie na compreensão da relação entre as características do conselho de administração e as variáveis de endividamento e liquidez, ele apresentou limitações como: outras características do conselho de administração que não foram observadas, bem como outras variáveis de controle (variáveis omitidas no modelo), e a falta de informação por algumas empresas (informações não encontradas no formulário de referência).

A favor de pesquisas futuras, sugere-se a utilização de outras variáveis de desempenho empresarial e de características do conselho de administração como a idade média do conselho. Além disso, recomenda-se comparar setores de atuação a fim de verificar se as características do conselho influenciam mais determinados setores que outros.

REFERÊNCIAS

- ABDUSSALAM, A. G.; DARUN, M. R. Exploring the Relationship between Working Capital Management, Profitability and Capital Structure. **Accounting and Finance Review**, v. 2, n. 1, 2017.
- AHERN, K. R.; DITTMAR, A. K. The changing of the boards: the impact on firm valuation of mandated female board representation. **Quarterly Journal of Economics**, v. 127, n.1, p. 137-197, 2012.
- ALMEIDA, P. R. O Bric e a substituição de hegemonias: um exercício analítico (perspectiva histórico-diplomática sobre a emergência de um novo cenário global). *In: O Brasil e os demais BRICs – Comércio e Política*. Renato BAUMANN, org. Brasília, DF:CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010.
- ALVES, P.; COUTO, E. B.; FRANCISCO, P. M. Board of directors' composition and capital structure. **Social Science Research Network**, 2014. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2379743>>
- BABU, K. V. S. N. Role of Corporate Governance in Strategic Management. **Social Science Research Network**, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2184235>>
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, 2002.
- BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3. ed. Chichester: John Wiley and Sons Ltd, 2005.
- BERNARDO, C. J.; ALBANEZ, T.; SECURATO, J. R. Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. **Brazilian Business Review**, v. 15, n. 2, p. 152-174, 2018.
- BERNILE, G.; BHAGWAT, V.; YONKER, S. E. Board Diversity, Firm Risk, and Corporate Policies. **Social Science Research Network**, 2017. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2733394>>
- BM&FBOVESPA. Regulamento do Novo Mercado. São Paulo: **B3**, 2017.
- BOONE, A. L. et al. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 85, p. 66-101, 2007.
- BOSE, S.; MCGEE, R. W.; AL, S. F. A. Leveraging and Profitability: A Study of Public Companies in the Context of an Emerging Economy. **Social Science Research Network**, 2015. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2733622>>
- 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.

CAMERON, A. CA.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics Using Stata**. College Station: Stata Press, 2010.

CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento sectorial e folga financeira. **RAC**, Rio de Janeiro, v. 19, n. SPE, p. 20-37, mai., 2015.

CARTER, D. A.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. **Social Science Research Network**, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=304499>>

CHOI, J. J.; PARK, S. W.; YOO, S.S. The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. **Social Science Research Network**, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953732>>

CLAYTON, G. Product Market Strategy and Capital Structure: Evidence from Resale Price Maintenance. **Social Science Research Network**, 2017. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=3076317>>

DA CUNHA, A. S. L.; MARTINS, O. S. Reflexo das características do conselho de administração no endividamento de companhias abertas no Brasil. **RGC**, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 37-65, abr. 2015.

DANI, A. C. et al. Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n.1, p. 29-47, 2017.

DE ARAÚJO, J. G. et al. A estrutura de capital e a governança: análise dos conselhos de administração e estrutura de propriedade nas empresas listadas no IBRX-100. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**. UNEB, Salvador, v. 7, n. 2, p. 121-140, maio/ago., 2017.

DE-CARVALHO, J. P.; DIAS, A. T. Influências não lineares da Indústria no Desempenho da Firma. **RAE**, v. 56, n. 5, p. 503-517, 2016.

DE PAIVA, J. F. M.; DE 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**, Brasília, v. 9, n. 1, p. 25-44, jan./mar., 2015.

DIAS, A. T. et al. As Estratégias Corporativas como Mediadoras das Relações entre Estrutura do Conselho de Administração e Desempenho de Empresas de Capital Aberto. **Revista de Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n. 3, p. 71-88, 2014.

DUDLEY, E.; YIN, E. Q. What happens at a refinancing point? Changes in debt structure and firm profitability. **Social Science Research Network**, 2015. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2669480>>

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Capital Structure Choices. **Social Science Research Network**, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1120848>>

FRACASSI, C. Corporate Finance Policies and Social Networks. **Social Science Research Network**, 2015. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121503>>

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, p. 217-248, 2003a.

_____. Capital Structure Decisions. **Social Science Research Network**, 2003b. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=396020>>

_____. Profits and Capital Structure. **Working Paper**, University of Minnesota and HKUST, 2008.

GARCIA-TERUEL, P. J.; MARTINEZ-SOLANO, P. Effects of working capital management on SME profitability. **International Journal of Managerial Finance**, v. 3, n. 2, p. 164-177, 2007.

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.

GILL, A. Determinants of Corporate Cash Holding: Evidence from Canada. **International Journal of Economics and Finance**, v. 4, n.1, 2012.

HERNANDEZ, M. I. G.; MARTIN-UGEDO, J. F.; VERA, A. M. The influence of gender on financial decisions: Evidence from small start-up firms in Spain. **Economics and Management**, n. 18, 2015.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Sistema de Contas Nacionais Trimestrais – SCNT. Rio de Janeiro: **IBGE**, 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. São Paulo: **IBGC**, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Gerenciamento de riscos corporativos: evolução em governança e estratégia. São Paulo: **IBGC**, 2017.

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, 1976.

JOHN, T. A. Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress. **Financial Management**, v. 22, n. 3, p. 91-100, 1993.

JUNIOR, D. M. B. et al. Endividamento de longo prazo e desempenho em tempos de crise: evidências de empresas no Brasil e América Latina. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, SC, v. 16, n. 47, p. 87-96, jan./abr., 2017.

- JUNIOR, W. T.; VALLE, M. R. Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 331-344, 2015.
- KAYO; E. K.; KIMURA, H. Hierarchical determinants of capital structure. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 2, p. 358-371, 2011.
- KHODAVANDLOO, M.; ZAKARIA, Z.; NASSIR, A. M. Capital Structure and Firm Performance During Global Financial Crisis. **International Journal of Economics and Financial**, v. 7, n.4, p. 498-506, 2017.
- KIESCHNICK, R.; MOUSSAWI, R. Firm Age, Corporate Governance, and Capital Structures Choices. **Social Science Research Network**, 2017. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=3069552>>
- KIM, K.; BUCHANAN, R. CEO Duality Leadership and firm risk-taking propensity. **The Journal of Applied Business Research**, v. 24, n;1, 2008.
- LAMBERSON, M. Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity. **American Journal of Business**, v. 10, n. 2, p. 45-50, 1995.
- LEAL, R. P. C. Estrutura de capitais comparada: Brasil e mercados emergentes. **RAE**, v. 48, n. 4, p. 67-78, out./dez., 2008.
- LEMMON, M. L.; ZENDER, J. F. Debt capacity and tests of capital structure theories. **Unpublished working paper**. University of Utah, 2004.
- LOUKIL, N.; YOUSFI, O. Does gender diversity on corporate boards increase risk-taking? **Canadian Journal of Administrative Sciences**, 33, 2016.
- MARTINS, H. C.; TERRA, P. R. S. Determinantes nacionais e setoriais da estrutura de capital na América Latina. **RAC**, Rio de Janeiro, v. 18, n. 5, p. 577-597, set./out., 2014.
- MASCENA, K. M. C.; BARAKAT, S. R.; FISCHMANN, A. A. Relação entre características do conselho de administração e monitoramento. **Revista de Administração FACES**, v. 15, n. 4, p. 127-143, 2016.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MYERS, S. C. Capital Structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n.2, p.187-221, 1984.
- NAZIR, M. S.; ASLAM, A.; NAWAZ, M. M. The impact of CEO duality on capital structure: A Case from Non-financial sector of pakistan. **Americam Journal of Scientific Reseaech**, v. 56, 2012.

NISIIYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital. **RAE**, São Paulo, v. 58, n. 6, p. 551-563, nov./dez., 2018.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **RAC**, v. 7, n. 1, p. 9-35, jan./mar., 2003.

PINHEIRO, B. G. et al. Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, n. 4, p. 451-466, 2017.

PROJETO cria cota de 30% de mulheres em conselhos de administração de companhias abertas e empresas públicas. **Câmara dos Deputados**, 25 mar. 2021. Economia. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/737952-projeto-cria-cota-de-30-de-mulheres-em-conselhos-de-administracao-de-companhias-abertas-e-empresas-publicas/>>. Acesso em: 30 mar. 2021.

RANTI, U. O. The effects of board size and CEO duality on firms' capital structure: a study of selected listed firms in Nigeria. **Asia Economic na Financial Review**, v. 3, n. 8, 2013.

SHAUKAT, A.; TROJANOWSKI, G. Board governance and corporate performance. **JBFA**, v. 45, p. 184-208, 2018.

SILVA, T. B. J.; CUNHA, P. R.; FERLA, R. Excesso de confiança e otimismo sobre a estrutura de capital de firmas brasileiras com diversidade no Conselho de Administração. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 18, n. 3, p. 27-39, 2017.

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

XIE, B.; DAVIDSON-III, W. N.; DADALT, P. J. Earnings management and Corporate Governance: the roles of the board and the audit committee. **Social Science Research Network**, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=304195>>