



CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E AS RESERVAS DE CAIXA: EVIDÊNCIAS NO BRASIL

BOARD CHARACTERISTICS AND CASH HOLDING: EVIDENCE FROM BRAZIL

Recebido em 14.12.2024 Aprovado em 12.04.2025

Avaliado pelo sistema double blind review

DOI: <https://doi.org/10.12712/rpca.v19i1.65728>

Rayara Alves Santos

alvesrayara.s@gmail.com

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis/Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) – Rio de Janeiro / Rio de Janeiro, Brasil

<https://orcid.org/0000-0001-7675-0850>

Antonio Gualberto Pereira

antoniofpereira@ufba.br

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis/Universidade Federal da Bahia (UFBA) – Salvador / Bahia, Brasil

<https://orcid.org/0000-0003-2354-6797>

José Sérgio Casé de Oliveira

js_cdo@hotmail.com

Programa de Pós-Graduação em Economia/ Universidade Federal de Pernambuco (UFPE) - Campus do Agreste Caruaru / Pernambuco, Brasil

<https://orcid.org/0000-0003-3031-4943>

Resumo

O objetivo da pesquisa foi investigar a relação entre a composição do conselho de administração (independência, dualidade, gênero, tamanho, *expertise*, remuneração dos conselheiros) e a retenção de caixa em uma amostra com 234 empresas abertas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão entre 2010 até 2019. O Tobit Efeitos Aleatórios foi o modelo econométrico escolhido para estimar as variáveis e testar seis hipóteses sobre essa relação. Os resultados demonstraram associações entre a retenção de caixa e as variáveis independentes: *Expertise* e Dualidade do CEO e dentre as variáveis de controle Volatilidade do Fluxo de Caixa e Capital de Giro.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Retenção de caixa. Conselho de Administração

Abstract

We investigate the relationship between cash holding and composition of the Board of Directors (independence, duality, board women, size, expertise and remuneration of directors) and cash retention in a sample of 234 publicly traded companies listed on Brasil, Bolsa, Balcão between 2010 to 2019. Tobit Random Effects was the econometric model chosen to estimate the variables and test six hypotheses about this relationship. The results showed associations between cash retention and the independent variables: CEO Expertise and Duality and among the control variables Cash Flow Volatility and Working Capital.

Keywords: Corporate Governance. Cash Holding. Board of directors

Introdução

As empresas retêm caixa para cumprir com gastos relacionados às atividades em andamento, como forma de prevenção aos potenciais imprevistos ou incertezas e para não desperdiçar oportunidades vantajosas, a fim de evitar financiamento externo caro ou a liquidação forçada de ativos (Al-Najjar & Clark, 2017).

Sendo assim, a liquidez da empresa representa a capacidade de converter ativos em dinheiro para os acionistas e segurança de pagamento para os diversos *Stakeholders*. A compreensão de caixa está relacionada aos recursos disponíveis para uso de forma imediata, sendo que um nível apropriado de liquidez é condição necessária para a manutenção das operações cotidianas da empresa (Akhtar et al., 2017; Ferreira et al., 2020).

Nesse sentido, investigações científicas têm buscado fornecer evidências empíricas sobre os motivos que fazem as empresas reterem caixa à luz de teorias como a Teoria *Trade-Off*, a Teoria *Pecking Order* e a Teoria da Agência. Ademais, a liquidez de caixa está relacionada às escolhas de financiamento das empresas, a estratégia de gestão e as oportunidades de investimentos (Da Cruz et al., 2019; Cambrea, 2022; Mortal et al., 2020; Ponomareva et al., 2022; Santos, 2022).

A Governança Corporativa exerce um papel fundamental dentro das organizações como o elo entre os diversos *Stakeholders*. Evidências empíricas sobre os benefícios da adoção dos princípios da governança (Transparência, Equidade, *Accountability* e Responsabilidade Corporativa) vem sendo objeto de pesquisas nos últimos anos. Contudo, a literatura sobre os custos da governança, como a composição do conselho de administração, não foi igualmente produzida (Mortal et al., 2020; Ponomareva et al., 2022).

Um custo sistêmico da governança é o conselho de administração sendo um fator de influência para toda a empresa. Nesse contexto, as pesquisas exploram esse tema sobre a perspectiva da relação entre a composição do conselho e o desempenho organizacional. Entretanto, estudos vêm direcionando suas investigações para avaliar essa relação com a retenção de caixa (Al-Najjar, 2013; Cambrea, 2022; Santos, 2022; Ponomareva et al., 2022).

Desta forma, essa pesquisa tem como objetivo investigar a relação entre a composição do conselho de administração (independência, dualidade, gênero, tamanho, *expertise* e remuneração dos conselheiros) e a retenção de caixa em empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 até 2019 e justifica-se pela necessidade em adentrar na análise informacional e discussão teórica sobre a relação entre as reservas de caixa e os custos da governança corporativa como o conselho de administração.

Ademais, visa contribuir acrescentando uma nova variável de análise a esse arcabouço investigativo, a remuneração dos conselheiros, como um fator de influência a retenção de caixa. (Nisiyama & Nakamura, 2018). É pertinente analisar essa relação considerando que o conselho de administração é reconhecido como um grupo de indivíduos que compõem os pilares da gestão empresarial e levam ao desempenho da governança corporativa (Al Azeez et al., 2019).

Por conseguinte, torna-se oportuno investigar essa relação no mercado acionário brasileiro. O Brasil apresenta um ambiente institucional que está se aperfeiçoando em relação ao nível de proteção aos investidores e aos mecanismos de governança que devem atuar para efetivar, dentre os seus objetivos, o de mitigar conflitos de interesses, evitar escândalos e fracassos corporativos. (Assunção et al., 2014). Ademais, a pesquisa contribui ao incluir uma nova variável de análise nessa relação que é a perspectiva sobre a remuneração dos conselheiros na capacidade de influenciar as reservas de caixa das empresas.

Revisão de Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses

Estrutura de Capital

A política de financiamento do capital é uma diretriz corporativa que influencia aos direcionamentos

das demais decisões organizacionais. Assim, o conselho de administração está no centro dos processos decisórios nas organizações, sendo um fator de influência nas decisões de financiamento na medida em que podem selecionar a estrutura de capital da empresa (Nisiyama & Nakamura, 2018; Silveira et al., 2008).

Nesse sentido, Myers e Majluf (1984) abordam que a estrutura de capital das empresas pode ser compreendida a partir das teorias *Trade-Off* e *Pecking Order*. A Teoria *Trade-off* (uma escolha em detrimento de outra), considera que as empresas procuram otimizar o nível de caixa ao equilibrar custos e benefícios. Os custos estão relacionados a questão de oportunidades do caixa investido em ativos líquidos em detrimento de estarem alocados em outros ativos operacionais da empresa. (Al-Najjar, 2013; Dittmar et al., 2003). Nesse sentido, Myers e Majluf (1984) abordam que as empresas podem seguir uma hierarquia de financiamento expressada pela Teoria *Pecking Order*.

A Teoria *Pecking Order* (hierarquia de financiamento) se baseia em que há uma hierarquia nas decisões de financiamento das organizações. As empresas escolhem, inicialmente, por se financiar com fontes internas, em sequência por dívidas e, por fim, colocando em mercado novas ações (Favorito, 2018). Adicionalmente, a Teoria da Agência apresenta outra forma de explicação para as escolhas de financiamento das empresas, baseando-se nas relações entre os diversos entes tomadores de decisões nas organizações. Nem sempre os objetivos dos gestores (agentes) estão alinhados com os objetivos dos acionistas (principais) quanto à maximização do valor da firma (Akhtar et al., 2017; Jensen & Meckling, 1976).

No geral, estudos têm buscado fornecer evidências empíricas fundamentadas na Teoria *Trade-Off*, a Teoria *Pecking Order* e a Teoria da Agência que auxiliem a compreensão das decisões de liquidez. Ou seja, a liquidez de caixa pode ser relacionada às escolhas de financiamento do capital (Da Cruz et al., 2019).

Governança Corporativa e o Conselho de Administração

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

O conselho de administração exerce um papel fundamental dentro da estrutura de governança, sendo o órgão colegiado encarregado do processo de decisão em relação aos direcionamentos estratégicos da empresa. Os conselheiros são o elo entre os acionistas que detêm o capital e os gestores que administraram o capital (Akpan & Amran, 2014).

A formação do conselho de administração pode influenciar sobre diversos aspectos os direcionamentos e monitoramento das decisões organizacionais. Almor et al. (2019) sugerem que a nomeação de conselheiras se torna algo benéfico para as empresas. Sendo que a composição do conselho é composta por maioria de membros do sexo masculino.

Outra característica do conselho é a *expertise* dos conselheiros, um recurso intelectual que as organizações utilizam para reduzir a interdependência no ambiente externo quando as decisões são tomadas pelo conselho e incluem o fornecimento pelos conselheiros de sua experiência, conhecimento e canais de comunicação que auxiliam aos gestores na tomada de decisões (Gusmão & Colauto, 2020).

A dualidade dos papéis do CEO no conselho é outra característica importante da governança corporativa. Na presença dessa dualidade na gestão, há um risco maior de que uma pessoa obtenha vantagem de sua posição dominante, especialmente no que diz respeito aos direitos dos acionistas minoritários, que podem ser expropriados pelos acionistas majoritários (Cambrea et al., 2022).

A independência dos conselheiros que está associada a um monitoramento mais efetivo da gestão. De acordo com Cambrea et al. (2022), evidências empíricas sugerem que ter um número substancial de

conselheiros independentes leva a uma governança corporativa mais forte e implica em políticas de monitoramento mais rígidas (Cambrea et al., 2022; Akpan & Amran, 2014).

Ademais, a remuneração dos conselheiros pode ser uma questão substancial para as partes interessadas no que diz respeito ao compromisso do conselho com a organização. Adicionalmente, devido ao crescente papel do conselho nas corporações modernas, torna-se fundamental uma melhor compreensão dos fatores que influenciam a sua remuneração (Boivie et al., 2015). Nessa perspectiva, o conselho pode influenciar a política de retenção de caixa, uma vez que a decisão sobre gastar ou reter caixa pode decorrer de problemas potenciais ou reais de agência. (Al-Najjar & Clark, 2017; Vicente & Ferreira, 2020).

Retenção de Caixa

A retenção de caixa é uma preocupação inevitável e os seus determinantes estão relacionados aos modelos das Teorias *Trade-off* e Teoria *Peking Order*. Além dessas teorias, estudiosos argumentam que a política de retenção de caixa das empresas é um fator de preferência gerencial relacionado a Teoria da Agência. (Dittmar et al., 2003; Kalcheva & Lins, 2007). Na literatura, a demanda por caixa pode ser justificada pelo: motivo da transação, de precaução, do imposto e de agência.

O motivo da transação é considerado para atender às necessidades de caixa das operações do dia a dia e outras operações no curto prazo. Caso a empresa esteja com falta de caixa no momento necessário, ela precisará liquidar seus ativos para atender às necessidades de caixa naquele momento (Akhtar et al., 2017; Dittmar et al., 2003).

O motivo da precaução aponta que as empresas retêm caixa como uma estratégia de segurança para se financiar em situações de imprevisto ou aproveitar oportunidades de investimentos. Ou seja, em vez de captar recursos externos com custos maiores, as empresas podem não estar dispostas a fazê-lo e preferem se autofinanciar (Santos, 2022; Akhtar et al., 2017; Lozano & Yaman, 2020).

O motivo do imposto foi considerado na literatura pelos estudos de Foley et al. (2007) que adicionaram questões relacionadas a taxas e tributos. Os achados dos autores mostraram que as companhias dos Estados Unidos mantêm valores significativos de caixa em sua estrutura. Entretanto, os autores abordaram que as empresas multinacionais americanas retêm caixa em suas subsidiárias no exterior devido as despesas associadas ao repatriamento de renda estrangeira (Dutra et al., 2018; Foley et al., 2007).

Por fim, os conflitos de agência referem-se que os gerentes podem reter caixa para perseguir seus próprios objetivos, em vez de maximizar a riqueza dos acionistas. Sendo assim, quando a assimetria informacional é alta, um déficit de fluxo de caixa pode envolver custos maiores. Pois, pode impedir que as empresas financiem suas operações e invistam em projetos (Huang & Mazouz, 2018).

Desenvolvimento das hipóteses

Independência do conselho de administração e a retenção de caixa

A Lei 6.404/76 das Sociedades por Ações (S/A), em seu artigo 140, parágrafo 2º, dispõe que “na composição do conselho de administração das companhias abertas é obrigatória a participação de conselheiros independentes, nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários”. Nesse sentido, o conselho pode apresentar em sua estrutura membros independentes. Entretanto, isso não garante a qualidade dos processos de governança. (Akpan & Amran, 2014; Silveira et al., 2008). Chen (2008) encontrou um impacto significativo da governança no nível da empresa, incluindo propriedade gerencial, independência do conselho e disposição anti-aquisição nas reservas de caixa. Destaca-se que a maioria desses estudos pesquisaram principalmente em empresas americanas. Portanto, este assunto merece atenção em outros países, como no caso do Brasil. Dessa forma, espera-se que as empresas que apresentem conselhos mais independentes façam mais retenção de caixa. Sendo assim, formula-se a primeira hipótese do estudo:

H1: A independência do conselho de administração influencia positivamente a retenção de caixa das

empresas não financeiras listadas na B3.

A dualidade de papéis no conselho de administração e a retenção de caixa

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

Por outro lado, a separação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho, caracteriza a concentração de poder e eleva a tendência da adoção de contratos de remuneração ou políticas de financiamento do capital menos focadas nos interesses dos acionistas (Leal, 2022).

Consequentemente ao exposto, não existe um consenso nas pesquisas empíricas relacionados à dualidade do CEO. Investigações abordam discussões que a dualidade do CEO pode reduzir os conflitos principal-agente, mas também pode resultar em entrincheiramento gerencial de uso discricionário da liquidez do caixa pelo CEO. Sendo assim, levantou-se a hipótese H2 da pesquisa:

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

Gênero do conselho de administração e a retenção de caixa

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

Cambrea (2020) destaca que uma maior representação feminina no conselho pode melhorar os mecanismos de governança corporativa por meio de funções de monitoramento. Nesse sentido, Atif et al. (2019) examinaram se a presença de diretoras nos conselhos de administração afetaria a liquidez do caixa, usando uma amostra de 1.500 empresas indexadas pela Standard & Poor's (S&P) para o período de 2006 a 2015. Os autores descobriram que o caixa das empresas está negativamente associado à diversidade de gênero do conselho.

Os achados de Santos (2022) mostraram coerência com os resultados de pesquisas internacionais de Atif et al. (2019) e Hu et al., (2022). No sentido de que a proporção de mulheres no conselho de administração não tem impacto significante na liquidez de caixa. Nesse contexto formula-se a terceira hipótese desse estudo:

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

Tamanho do conselho de administração e a retenção de caixa

A complexidade das operações nas organizações leva a uma maior demanda dos membros do conselho para discutir, concordar ou não, sobre os direcionamentos estratégicos e escolhas de financiamento da empresa. Nesse sentido, um conselho maior fornece melhor monitoramento (Cambrea, 2022; Santos, 2022). Por outro lado, conselhos menores podem ser vistos como uma ferramenta mais eficiente para administrar a empresa, uma vez que conselhos grandes sofrerão com problemas de comunicação (Al-Najjar & Clark, 2017; Vicente & Ferreira, 2020).

Estudos abordam que um número maior de membros no conselho é vantajoso para a organização, em decorrência de várias situações, tais como a captação de recursos, aumento de competências, *expertise* e conhecimentos (Cambrea, 2022; Lazzaretti et al., 2019; Santos, 2022). Outros estudos apontam que quando o conselho é composto por vários membros, surgem problemas de comunicação oriundos da dificuldade de todos os conselheiros expressarem suas ideias (Vicente & Ferreira, 2020; Da Cruz et al., 2019). Espera-se que o tamanho do conselho de administração influencie negativamente na retenção de caixa o que culmina na quarta hipótese deste estudo:

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

Expertise do conselho de administração e a retenção de caixa

Os membros do conselho necessitam possuir habilidades e *expertise* na área de atuação da empresa. Nessa perspectiva, a formação acadêmica é apontada como um considerável atributo do conselho. Um ativo intelectual, constituído por um conjunto de conhecimentos técnico-científicos e experiências adquiridas ao longo de uma trajetória de vida (Gusmão & Colauto, 2020; Johnson et al., 2013).

O conselho de administração é reconhecido como um grupo de indivíduos que compõem a administração da empresa e leva ao desempenho da governança corporativa. Com base nessa perspectiva, influenciam tanto as estratégias relacionadas à política de retenção de caixa quanto as políticas de financiamento do capital. Sendo assim, essa pesquisa comprehende *expertise* financeira como sinônimo de formação acadêmica em contabilidade, economia ou administração (Al Azeez et al., 2019; Gusmao & Colauto, 2020). Dessa forma, espera-se que a *expertise* financeira do conselho reduza a liquidez de caixa o que abrange a quinta hipótese deste estudo:

H5 – A proporção de membros no conselho de administração com *expertise* financeira em contabilidade, economia ou administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Remuneração do conselho de administração e a retenção de caixa

A remuneração do conselho refere-se a um custo sistêmico direto relacionado à remuneração dos conselheiros. Esses custos não são uniformes entre as empresas, mas variam dependendo das escolhas estratégicas da organização (Aguilera et al., 2008; Collin et al., 2017; IBCG, 2018).

Nesse sentido, os estudos com base na Teoria da Agência têm enfatizado os papéis de monitoramento por grandes acionistas e conselhos independentes ou o alinhamento de incentivos por propriedade acionária gerencial e estrutura de remuneração. A teoria da agência assume que os executivos corporativos irão perseguir o interesse próprio sem considerar os interesses de várias partes interessadas, a menos que sejam monitorados adequadamente ou recebam incentivos apropriados (Oh et al., 2018).

Consequentemente, comparar a remuneração do conselho com a norma de boa governança pode simplificar o processo de tomada de decisão. Pois, geralmente está associada a maior eficiência e legitimidade. Uma vez que é difícil prever a contribuição individual dos conselheiros para o conselho, as empresas concederão altas recompensas em termos de remuneração aos conselhos com diretores que estejam em conformidade com a norma de boa governança (Boivie et al., 2015). Com base no que foi exposto e com o objetivo de identificar se a remuneração do conselho influencia a retenção de caixa nas empresas, formula-se a última hipótese dessa pesquisa:

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

Procedimentos metodológicos

Delimitação da Amostra e Fonte de Dados

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

Em sequência, foram excluídas as instituições financeiras, devido as particularidades referentes a estrutura contábil, de regulação e de interpretação de alguns indicadores que diferem das demais empresas. Adicionalmente, devido ao não atendimento dos requisitos para compor a amostra foram excluídas as empresas que não apresentavam dados, apresentavam dados incompletos e outros (empresas que não se classificam nos critérios setoriais da Bolsa de Valores). A amostra final totalizou

234 empresas nos diversos segmentos na B3.

Tabela 1

Composição da Amostra

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

Fonte: Elaborado pelos autores

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

Tabela 2

Composição da Amostra Formulários de Referência

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

Fonte: Elaborada pelos autores

O intervalo temporal dessa pesquisa foi de 2010 até 2019, sendo considerado o limite inicial em decorrência das International Financial Reporting Standards (IFRS) após Instrução Normativa (IN) nº 480/2009 da CVM e o limite final foi até 31 de dezembro de 2019 devido as mudanças econômicas e financeiras geradas no ano de 2020 resultantes da pandemia do Coronavírus (COVID-19) e que interfeririam nas informações dos dados podendo gerar vieses aos resultados da análise.

Seleção das Variáveis

Variável Dependente

A retenção de caixa é medida por diferentes proxies dentre elas: (1) caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo total (Al-Najjar, 2015; Al-Najjar & Clark, 2017; Bates et al., 2009Santos, 2022); (2) caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido (ativo total menos caixa e equivalentes de caixa) (Dittmar et al., 2003; Ferreira & Vilela, 2004).

Em consonância com os estudos de Al-Najjar (2015), Al-Najjar e Clark (2017) e Santos (2022) a variável dependente liquidez de caixa consiste em analisar a razão entre o caixa e os equivalentes de caixa e ativo total. A seguir, no tabela 3, são apresentados a sigla, o nome, a fórmula e os autores que utilizaram as variáveis de retenção de caixa para o modelo.

Tabela 3

Variável Dependente

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

Fonte: Elaborado pelos autores

Variáveis Independentes

As variáveis independentes foram coletadas pelos Formulários de Referência (FR) disponibilizados no website da CVM e quando não encontrados, foi procedida a busca dos formulários pelos respectivos websites das empresas.

Tabela 4

Revisão da Literatura sobre as variáveis independentes

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

Variáveis de Controle

As variáveis de controle selecionadas foram: tamanho, endividamento, alavancagem, retorno sobre o ativo, dividendos, volatilidade do fluxo de caixa, capital de giro, rentabilidade, crescimento das vendas e foi feita através do software Económatica. Em sequência, são apresentados a descrição dos constructos, as fórmulas, os autores das pesquisas e suas respectivas referências:

Tabela 5

Revisão da Literatura sobre as Variáveis de Controle da pesquisa

Variável	Sigla	Descrição da Variável	Fórmula	Relação Esperada	Autores
Tamanho da Empresa	TAM	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Negativa	Al-Najjar (2015); Ferreira e Vicente (2020) Santos (2022)
Alavancagem	ALA	Razão entre o somatório da dívida de curto e longo prazo e o ativo total	Razão entre o passivo exigível e o ativo total	Positiva	Maheshawri e Rao (2017) Ranajee e Pathak (2019); Santos (2022)
Retorno sobre o ativo	ROA	Retorno sobre o ativo	Razão entre o lucro operacional e o ativo	Positiva	Cambreia <i>et al.</i> (2020); Santos, (2022)
Dividendos	DIV	Dividendos	Razão entre os dividendos pagos e o ativo	Positiva	Atif <i>et al.</i> (2019)
Volatilidade do Fluxo de Caixa	VFC	Razão entre o caixa gerado pelas atividades operacionais e o ativo total.	Razão entre o fluxo de caixa e ativo total	Positiva	Diaw (2021); Han e Qiu (2007)
Crescimento das Vendas	CV	Diferenças das vendas em determinado período	Razão entre a diferença das vendas em t e t-1 e o ativo total	Positiva	Cambreia <i>et al.</i> (2022); Santos, (2022)
Capital de Giro	CG	Diferença entre os recursos disponíveis em caixa, e a soma das despesas e contas a pagar."	Razão entre a diferença do ativo e passivo circulantes e ativo total	Negativa	Santos, (2022); Bates <i>et al.</i> (2009)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Análise Descritiva

As informações da estatística descritiva relatam as análises da variável dependente retenção de caixa e das variáveis independentes: Tamanho do Conselho, Individualidade do Conselho, Gênero do Conselho, *Expertise* do Conselho, Dualidade do Conselho, Remuneração do Conselho.

Tabela 6
Análise Descritiva

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

Fonte: Elaborada pelos autores

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

O tamanho médio dos conselhos é de aproximadamente nove conselheiros (8,7720) e o número máximo é de trinta (30) conselheiros. Em relação ao número mínimo de conselheiros (1) pode-se

inferir que na amostra existem empresas que não atenderam aos requisitos do Art. 140 da Lei 6.404/96 que especifica que “o conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo”. O desvio padrão (4,8358) dessa variável foi relativamente maior comparando com as demais variáveis do estudo.

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

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

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

Quanto à dualidade do CEO, em média, (0,2550) das companhias possuem a mesma pessoa ocupando as funções de presidente do conselho e diretor-presidente / superintendente da empresa. O número mínimo foi de zero (0) e o máximo de um (1). O Desvio Padrão para a variável (DU) apresentou resultado de (0,4345).

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

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

As informações descritas na tabela 4 relatam a estatística descritiva das variáveis de controle: Tamanho da empresa, Alavancagem, Retorno sobre Ativos, Dividendos, Volatilidade do Fluxo de Caixa, Crescimento das Vendas e Capital de Giro. Consequentemente ao exposto na análise descritiva das variáveis da pesquisa foi identificado o modelo econométrico que atenderia a melhor estimativa dos dados e será discutido no próximo tópico.

Tabela 7
Análise Descritiva variáveis de Controle

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

Fonte: Elaborada pelos autores

Modelo Econométrico

A pesquisa teve o objetivo de verificar a relação entre a composição do Conselho de Administração e a retenção de caixa no período de 2010 até 2019. Para isso, foi utilizada a estimativa de dados em painel desbalanceado que é aplicada em múltiplos fenômenos observados em vários períodos para as mesmas empresas ou indivíduos.

As estimativas em painel geralmente consideram variáveis dependentes contínuas e com distribuições apropriadas. Porém, há métodos que lidam com as variáveis que não apresentam tais características. No caso de variáveis dependentes serem censuradas ou truncadas. Nesse sentido, uma amostra censurada deve ser distinguida de uma amostra truncada, na amostra censurada as informações do regressando são disponíveis apenas para algumas observações (Gujarati & Porter, 2010; Rodrigues, 2015).

Sendo assim, o modelo Tobit Pooled para dados em painel foi proposto como o mais apropriado para a especificação da amostra devido a variável dependente possuir valores iguais a zero e assumir apenas valores positivos, tornando a amostra censurada a esquerda. A partir do que foi exposto acima, será utilizado o modelo econométrico:

$$\begin{aligned} \text{REC}_{it} = & \beta_1 \text{ID}_{it} + \beta_2 \text{DU}_{it} + \beta_3 \text{GE}_{it} + \beta_4 \text{TCA}_{it} + \beta_5 \text{EX}_{it} + \beta_6 \text{RCA}_{it} + \beta_7 \text{TAM}_{it} + \beta_8 \text{ALA}_{it} + \beta_9 \text{ROA}_{it} \\ & + \beta_{10} \text{DIV}_{it} + \beta_{11} \text{VFC}_{it} + \beta_{12} \text{CV}_{it} + \beta_{13} \text{CG}_{it} + \mu_{it} \quad \text{se } \text{REC} > 0 \\ \text{REC} = & 0 \quad \text{Caso Contrário} \end{aligned} \quad (3.1)$$

Onde:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Análise e discussão de resultados

Análise Multicolinearidade do Modelo

O teste VIF apresentou alta variação para (RCA) quando foi considerada no modelo a remuneração total (RET) e a remuneração média (REM) com resultados de aproximadamente (28,25) e (27,26) respectivamente.

Tabela 8

Fator de Inflação da Variância (VIF)

Modelo 1			Modelo 2		
Variáveis	Sigla	VIF	Variáveis	Sigla	VIF
Tamanho do Conselho	TCA	1,88	Tamanho do Conselho	TCA	1,26
Individualidade	IND	1,14	Individualidade	IND	1,14
Gênero	GE	1,11	Gênero	GE	1,11
<i>Expertise</i>	EX	1,04	<i>Expertise</i>	EX	1,04
Dualidade	DU	1,24	Dualidade	DU	1,24
Remuneração Total do Conselho	RET	28,25	Remuneração Média do Conselho	REM	27,23
Remuneração Média do Conselho	REM	27,26			

Tamanho da empresa	TAM	1.00	Tamanho da empresa	TAM	1.00
Alavancagem	ALV	2.24	Alavancagem	ALV	2.24
Retorno do ativo	ROA	1.26	Retorno do ativo	ROA	1.26
Dividendos	DIV	1.00	Dividendos	DIV	1.00
Volatilidade Fluxo de Caixa	VFC	1.38	Volatilidade Fluxo de Caixa	VFC	1.38
Crescimentos Vendas	CV	1.07	Crescimentos Vendas	CV	1.07
Capital de Giro	CG	2.14	Capital de Giro	CG	2.14

Fonte: Elaborada pelos autores

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

Escolha e Estimativas do Modelo Melhor Ajustado

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

Tabela 9

Qualidade do Critério de Ajuste (AIC)

Critério	Tobit Pooled	Tobit E.A
AIC	-4.204,53	-4.227,21

Fonte: Elaborada pelos autores

O modelo econômétrico Tobit Efeitos Aleatórios foi estimado de forma irrestrita e restrita, apresentando resultados conforme tabela 10, painéis A e B:

Tabela 10

Estimações do modelo Tobit Efeitos Aleatórios

Painel A - Modelo Irrestrito					
Variáveis	Coef.	Erro Padrão	Teste t	P-Valor	Sign.
IND	0,0089	0,0128	0,692	0,4887	
DU	0,0109	0,0051	2,106	0,0352	*
GE	-0,0243	0,016	-1,518	0,129	
TCA	0,0005	0,0006	0,979	0,3274	
EX	0,0245	0,0101	2,411	0,0159	*
RCA	-0,0002	0,0006	-0,424	0,6716	
TAM	-0,0006	0,0013	-0,496	0,62	
ALV	-0,0054	0,0041	-1,3	0,1935	
ROA	0,0169	0,0223	0,759	0,4479	
DIV	-0,0023	0,0037	-0,619	0,5358	
VFC	0,0372	0,0186	1,99	0,0466	*
CV	-0,0026	0,0033	-0,794	0,4274	
CG	0,028	0,0059	4,73	2.24e06	***
AIC: -4.216,058					

Painel B - Modelo Restrito

Variáveis	Coef.	Erro Padrão	Teste t	P-valor	Sign.
IND	-	-	-	-	-
DU	0,0088	0,0049	1,806	0,0708	*

GE	-	-	-	-	
TCA	-	-	-	-	
EX	0,0243	0,01	2,424	0,0153	***
RCA	-	-	-	-	
TAM	-	-	-	-	
ALV	-	-	-	-	
ROA	-	-	-	-	
DIV	-	-	-	-	
VFC	0,0477	0,0154	3,098	0,0019	***
CV	-	-	-	-	
CG	0,0315	0,0041	7,533	4,98E+14	***

AIC: -4.227,206

Nota:

Nível de significância (Sign.): *** 1% ** 5% * 10% respectivamente

Fonte: Elaborada pelos autores

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

Os dados da análise inferencial do modelo melhor ajustado apresentaram resultados que não existe significância estatística ao nível de 10% entre a variável dependente Retenção de caixa e as variáveis independentes: Individualidade, Gênero do Conselho, Tamanho do Conselho, Remuneração do Conselho. Apresentando significância estatística entre: *Expertise* e Dualidade do CEO. Dentre as variáveis de controle as que apresentaram significância foram Volatilidade do Fluxo de Caixa e Capital de giro.

Discussão dos Resultados e Hipóteses

De acordo com as análises econometrísticas, os resultados das estimativas não confirmam a primeira hipótese levantada desse estudo: **H1:** A independência do conselho de administração influência positivamente a retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3.

Esses resultados corroboram aos achados de Santos (2022) que não encontrou evidências empíricas estatisticamente significantes para explicar a influência da independência do conselho na liquidez de caixa e não corroboram aos achados de Tortoli e Moraes (2016) e de Vicente e Ferreira (2020).

Em relação a segunda hipótese do estudo, não se rejeita **H2:** A dualidade do CEO está positivamente associada à retenção de caixa. Com um índice de significância de (0,0708) esse resultado corrobora a pesquisa em âmbito nacional de Vicente e Ferreira (2020) e aos achados, em âmbito internacional, Cambrea *et al.* (2022) que encontraram impactos positivos da dualidade CEO na retenção de caixa.

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

Esses resultados corroboraram aos estudos de Cambrea (2020) e Atif *et al.* (2019) destacando que uma maior representação feminina no conselho não tem influência sobre a retenção de caixa. Destaca-se que mesmo não apresentando significância estatística na amostra, infere-se que existe um percentual relativamente baixo de mulheres integrando os conselhos das empresas.

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

influência na retenção de caixa.

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

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

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

Análise de Robustez

Os resultados dessa análise buscam avaliar a persistência das evidências empíricas encontradas. Dessa forma, foi considerada uma definição alternativa de retenção de caixa para os testes de robustez. Considerando uma *proxy* adicional alternativa: REC2 (2) caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido (ativo total menos caixa e equivalentes de caixa).

Tabela 11

Variável Dependente proxy alternativa

Variável	Sigla	Descrição da Variável	Fórmula	Autores
Retenção de Caixa <i>proxy</i> 2	REC2	Caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo líquido	Razão entre o ativo total menos caixa e equivalentes de caixa	(Dittmar, et al. 2003; Ferreira et al., 2018)

Fonte: Elaborado pelos autores.

As informações descritas na tabela 12 relatam a estatística descritiva dos valores mínimos e máximos, as medidas de tendência central e a medida de dispersão dos dados (Desvio Padrão).

Tabela 12

Análise Descritiva proxy alternativa

Variáveis	Obs	Min	Max	Média	Mediana	Desvio Padrão
REC2	2.340	0,0000	0,9946	0,0941	0,5575	0,1168

Fonte: Elaborada pelos autores

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

Tabela 13

Estimações do modelo restrito comparativo REC1, REC2

Modelo Restrito Tobit Pooled E.A REC1			Modelo Restrito Tobit Pooled E.A REC2		
Variáveis	Coef.	Erro Padrão	Variáveis	Coef.	Erro Padrão
DU	0,0088	0,0049	DU	0,0039	0,0068
EX	0,0243	0,0100	EX	0,0292	0,0144

VFC	0,0477	0,0154	VFC	0,0765	0,0222
CG	0,0315	0,0041	CG	0,0379	0,0064

Fonte: Elaborada pelos autores

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

Considerações finais

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

Dos resultados dos testes e análises feitas não houve a rejeição da segunda e quinta hipótese do estudo. Em relação a hipótese **H2**: A dualidade do CEO está positivamente associada à retenção de caixa esse resultado corrobora a pesquisa em âmbito nacional de Vicente e Ferreira (2020) e aos achados, em âmbito internacional, Cambrea *et al.* (2022) que encontraram impactos positivos da dualidade CEO na retenção de caixa.

A dualidade do CEO é uma característica significativa na governança das empresas e pode ser um fator de influência nas decisões sobre a estrutura de capital que podem gerar conflitos de interesses conforme abordado pela Teoria da agência. Ou seja, pode haver um risco maior de que o CEO obtenha vantagem de sua posição dominante em benefício próprio.

Em relação a não rejeição da hipótese **H5** – A proporção de membros no conselho de administração com *expertise* financeira em contabilidade, economia ou administração está negativamente associada à retenção de caixa das empresas não financeiras listadas na B3. Pode-se constatar que membros do conselho com *expertise* financeira conseguem ter um maior controle das finanças corporativas e consequentemente das reservas de caixa. A *expertise* dos conselheiros nessas áreas do conhecimento podem auxiliar as melhores escolhas para otimização dos custos e investimentos da organização.

Ademais, pode-se constatar que a Governança Corporativa, por meio da composição do conselho de administração, influencia a retenção de caixa das empresas e pode ser um fator de interferência nas políticas corporativas de liquidez e financiamento do capital. Adicionalmente, pode também sofrer influência em decorrência de problemas potenciais ou reais de agência, que podem mudar os direcionamentos das demais decisões organizacionais, principalmente, o que é relacionado a estrutura de capital.

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

Sugere-se para pesquisas futuras a análise por segmentos da atividade econômica das empresas. Pois, diferem em várias dimensões, permitindo variar as influências hipotéticas e a replicação da pesquisa em outros modelos econométricos. Sugere-se ainda que a variável Retenção de Caixa seja relacionada com outras variáveis que possam, adicionalmente, explicar as mudanças contábeis adotadas para a gestão de liquidez do caixa.

Referências

Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). An organizational approach to

- comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. *Organization science*, 19(3), 475-492. DOI: [10.1287/orsc.1070.0322](https://doi.org/10.1287/orsc.1070.0322)
- Akhtar, T., Tareq, M. A., Sakti, M. R. P., & Khan, A. A. (2017). Corporate governance and cash holdings: the way forward. *Qualitative Research in Financial Markets*. DOI: [10.15294/jda.v13i2.32896](https://doi.org/10.15294/jda.v13i2.32896)
- Akpan, E. O., & Amran, N. A. (2014). Board characteristics and company performance: Evidence from Nigeria. *Journal of Finance and Accounting*, 2(3), 81-89. DOI: [10.11648/j.jfa.20140203.17](https://doi.org/10.11648/j.jfa.20140203.17)
- Al Azeez, H. A. R., Sukoharsono, E. G., & Andayani, W. (2019). The impact of board characteristics on earnings management in the international oil and gas corporations. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), 1-26.
- Almor, T., Bazel-Shoham, O., & Lee, S. M. (2022). The dual effect of board gender diversity on R&D investments. *Long Range Planning*, 55(2), 101884. DOI: [10.1016/j.lrp.2019.05.004](https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.05.004)
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88. DOI: [10.1016/j.ibusrev.2012.02.004](https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2012.02.004)
- Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39, 1-12. DOI: [10.1016/j.ribaf.2016.07.030](https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.030)
- Assunção, R. R., De Luca, M. M. M., de Vasconcelos, A. C., & Rebouças, S. M. D. P. (2014). Organizational complexity and corporate governance in major public companies in Brazil. *Enfoque*, 33(1), 105. DOI: [10.4025/enfoque.v33i1.21777](https://doi.org/10.4025/enfoque.v33i1.21777)
- Atif, M., Liu, B., & Huang, A. (2019). Does board gender diversity affect corporate cash holdings?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(7-8), 1003-1029. DOI: [10.1111/jbfa.12397](https://doi.org/10.1111/jbfa.12397)
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021. DOI: [10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x)
- Boivie, S., Bednar, M. K., & Barker, S. B. (2015). Social comparison and reciprocity in director compensation. *Journal of Management*, 41(6), 1578-1603. DOI: [10.1177/014920631246068](https://doi.org/10.1177/014920631246068)
- Cambrea, D. R., Calabrò, A., La Rocca, M., & Paolone, F. (2022). The impact of boards of directors' characteristics on cash holdings in uncertain times. *Journal of Management and Governance*, 1-33. DOI: [10.1007/s10997-020-09557-3](https://doi.org/10.1007/s10997-020-09557-3)
- Cambrea, D. R., Tenuta, P., & Vastola, V. (2020). Female directors and corporate cash holdings: monitoring vs executive roles. *Management Decision*, 58(2), 295-312. DOI: [10.1108/MD-11-2018-1289](https://doi.org/10.1108/MD-11-2018-1289)
- Collin, S. O. Y., Ponomareva, Y., Ottosson, S., & Sundberg, N. (2017). Governance strategy and costs: board compensation in Sweden. *Journal of Management & Governance*, 21, 685-713. DOI: [10.1007/s10997-016-9359-z](https://doi.org/10.1007/s10997-016-9359-z)
- Chen, Y. R. (2008). Corporate governance and cash holdings: Listed new economy versus old economy firms. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 430-442.
- da Cruz, A. F., Kimura, H., & Sobreiro, V. A. (2019). What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 77-143. DOI: [10.1111/j.1467-8683.2008.00701.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00701.x)
- Darmadi, S. (2011). Board diversity and firm performance: The Indonesian evidence. *Corporate ownership and control Journal*, 8. DOI: [10.22495/cocv8i2c4p4](https://doi.org/10.22495/cocv8i2c4p4)
- de Moura, G. D., Bonetti, A. P. M., Mazzioni, S., Teixeira, S. A., & Dal Magro, C. B. (2020). Independência do Conselho de Administração Reduz o Custo de Financiamento da Dívida?. *Contabilidade Gestão e Governança*, 23(1), 1-18. DOI: [0.51341/1984-3925_2020v23n1a1](https://doi.org/10.51341/1984-3925_2020v23n1a1)
- Dias, A. T., Dias, W. D., Silva, J. T. M., & Ferreira, B. P. (2020). As influências da governança

- corporativa e da estrutura de capital no desempenho e no risco da firma. *Revista Gestão & Tecnologia*, 20(2), 98-120. DOI: 10.20397/2177-6652/2020.v20i2.1699
- Diaw, A. (2021). Corporate cash holdings in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 139-148. DOI: 10.1016/j.bir.2020.09.005
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133. DOI: 10.2307/4126766
- Dutra, V., Sonza, I. B., Ceretta, P. S., & Galli, O. C. (2018). Determinantes da retenção de caixa em empresas brasileiras: uma análise pós-crise de 2008. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 12(3), 364-379. DOI: 10.17524/repec.v12i3.1808
- Favorito, K. S. (2018). *Fatores que determinam a retenção de caixa das empresas não financeiras brasileiras de capital aberto* (Doctoral dissertation).
- Ferreira, M. P., & Vicente, E. F. R. (2020). Effect of the structure of the board of directors on cash holdings of publicly traded companies. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18, 275-289.
- Ferreira, M. P., Zanolla, E., & Díaz, M. P. (2018). Análise da Retenção de Caixa nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto.
- Ferreira, M. P., & Vicente, E. F. R. (2020). Effect of the structure of the board of directors on cash holdings of publicly traded companies. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18, 275-289.
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of financial economics*, 86(3), 579-607. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.11.006
- Gujarati, D., & Porter, D. (2010). Econometría. México DF. McGraw-Hill Interamericana. Cap, 16, 591-616.
- Gusmao, I. B., & Colauto, R. D. Influência da expertise do conselho de administração na rentabilidade em empresas brasileiras transnacionais.
- Hu, X., Lin, D., & Tosun, O. K. (2022). The Effect of Board Structure on Firm Performance-New Evidence from Product Market Conditions. *WBS Finance Group Research Paper*, (249). DOI: 10.2139/ssrn.3171998
- Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2017.11.005
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board composition beyond independence: Social capital, human capital, and demographics. *Journal of management*, 39(1), 232-262. DOI: 10.1177/0149206312463938
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27. DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00065-9
- Lazzaretti, K., Piekas, A. A. S., & Julkovski, D. J. (2019). Características dos conselhos de Administração e desempenho das firmas brasileiras de capital aberto. *Revista Gestão Organizacional*, 12(3).
- Leal, P. H. (2022). A influência da estrutura da governança corporativa na remuneração anormal de executivos.
- Lozano, M. B., & Yaman, S. (2020). The European financial crisis and firms' cash holding policy: An analysis of the precautionary motive. *Global Policy*, 11, 84-94. DOI: 10.1111/1758-5899.12768
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The review of financial studies*, 20(4), 1087-1112.

- MengYun, W., Husnain, M., Sarwar, B., & Ali, W. (2021). "Board financial expertise and corporate cash holdings: moderating role of multiple large shareholders in emerging family firms." ("Table 7 | Board Financial Expertise and Corporate Cash Holdings ...") *Complexity*, 2021, 1-22. DOI: 10.1155/2021/6397515
- Mortal, S., Nanda, V., & Reisel, N. (2020). Why do private firms hold less cash than public firms? International evidence on cash holdings and borrowing costs. ("Why Do Private Firms Hold Less Cash than Public Firms? International ...") *Journal of Banking & Finance*, 113, 105722. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2019.105722
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." ("Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have ... - SSRN") *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Manzaneque, M., Merino, E., & Banegas, R. (2011). Los niveles retributivos del personal directivo en España: influencia de las características del consejo de administración y de la concentración accionarial. *Innovar*, 21(40), 107-126.
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). "Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital." ("Diversidade do conselho de Administração e a estrutura de capital") *Revista de Administração de Empresas*, 58, 551-563.
- Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Kim, T. Y. (2018). Complementary or substitutive effects? Corporate governance mechanisms and corporate social responsibility. *Journal of Management*, 44(7), 2716-2739.
- Ponomareva, Y., Feder, R., Aguilera, R. V., & Collin, S. O. (2022). The cost of conformity to good governance: Board design and compensation. *Corporate Governance: An International Review*, 30(4), 399-420.
- Rodrigues, R. L. (2015). *Teoria da Agência, governança corporativa e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Santos, José Éliton Dos. (2022) A Relação entre a Composição dos Conselhos de Administração e a Liquidez de Caixa das Empresas Brasileiras em Períodos de Crises Financeiras. ("Relação entre a Composição dos Conselhos de Administração e a Liquidez ...") In: 22º USP International Conference in Accounting USP
- Silveira, A. D. M. D., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12, 763-788.
- Tortoli, J. P., & da Costa Moraes, M. B. (2016). Fatores de impacto sobre o saldo de caixa: Um estudo em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. *Brazilian Review of Finance*, 14(1), 125-150.
- Zittei, M. V. M., Kaveski, I. D. S., Carpes, A. M. D. S., & Scarpin, J. E. (2015). Remuneração do Conselho de Administração, Governança Corporativa e Desempenho Econômico-financeiro: Uma Análise em Empresas Brasileiras. ("Remuneração do Conselho de Administração, Governança Corporativa e ...") In *XV Congresso USP Controladoria e Contabilidade*.