



UNIVERSIDADE  
FEDERAL DO CEARÁ

# CONTEXTUS

## REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO

Contextus – Contemporary Journal of Economics and Management

ISSN 1678-2089  
ISSNe 2178-9258

[www.periodicos.ufc.br/contextus](http://www.periodicos.ufc.br/contextus)

### Efeito da estrutura do conselho de administração na retenção de caixa das companhias abertas

*Effect of the structure of the board of directors on cash holdings of publicly traded companies*

*Efecto de la estructura del consejo de administración en la retención de efectivo de las empresas que cotizan en bolsa*

<https://doi.org/10.19094/contextus.2020.44362>

#### Marília Paranaíba Ferreira

<https://orcid.org/0000-0003-4290-8589>

Doutoranda em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Mestra em Contabilidade pela Universidade Federal de Goiás (UFG)

[mariliaferreira82@hotmail.com](mailto:mariliaferreira82@hotmail.com)

#### Ernesto Fernando Rodrigues Vicente

<https://orcid.org/0000-0002-1992-9982>

Professor na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo (USP)

[ernesto.vicente@ufsc.br](mailto:ernesto.vicente@ufsc.br)

#### RESUMO

O conselho de administração é um importante mecanismo interno de governança corporativa, já que tem como função primordial monitorar as ações da diretoria executiva, o que reduz possíveis falhas gerenciais. Nesse sentido, este estudo objetiva verificar o efeito da estrutura do conselho de administração na retenção de caixa das companhias abertas no período entre 2010 e 2018. Os dados foram analisados por meio de regressões múltipla e quantílica e os resultados apontaram que a independência, a dualidade de papéis e o tamanho do conselho de administração afetam positivamente o montante de caixa retido pelas companhias abertas.

**Palavras-chave:** retenção de caixa; conselho de administração; governança corporativa; companhias abertas; Teoria da Agência.

#### ABSTRACT

The board of directors is an important internal mechanism of corporate governance, since its primary function is to monitor the actions of the executive board, which reduces possible managerial failures. In this sense, this study aims to verify the effect of the structure of the board of directors on cash holdings of publicly traded companies in the period between 2010 and 2018. The data were analyzed by multiple and quantile regressions and the results showed that the board independence, CEO duality and the board size positively affect the amount of cash by publicly traded companies.

**Keywords:** cash holdings; board of directors; corporate governance; publicly traded companies; Agency Theory.

#### RESUMEN

El consejo de administración es un mecanismo interno importante para el gobernancia corporativo, ya que tiene la función primaria de monitorear las acciones del directorio ejecutivo, lo que reduce posibles fallas gerenciales. En este sentido, este estudio tiene como objetivo verificar el efecto de la estructura del consejo de administración en la retención de efectivo de las empresas que cotizan en bolsa en el período comprendido entre 2010 y 2018. Los datos se analizaron mediante regresiones múltiples y cuantiles y los resultados mostraron que independencia, dualidad y el tamaño de la consejo de administración afecta positivamente la cantidad de efectivo en poder de las empresas que cotizan en bolsa.

**Palabras clave:** retención de efectivo; consejo administrativo; gobierno corporativo; empresas en bolsa; Teoría de la Agencia.

#### Informações sobre o Artigo

Submetido em 02/06/2020

Versão final em 06/09/2020

Aceito em 14/09/2020

Publicado online em 14/12/2020

Comitê Científico Interinstitucional

Editor-Chefe: Nome do Editor-Chefe

Editor Associado: Elionor Jreige Weffort

Avaliado pelo sistema *double blind review* (SEER/OJS – versão 3)



#### Como citar este artigo:

Ferreira, M. P., & Vicente, E. F. R. (2020). Efeito da estrutura do conselho de administração na retenção de caixa das companhias abertas. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18(20), 275-289. <https://doi.org/10.19094/contextus.2020.44362>

## 1 INTRODUÇÃO

A decisão sobre gastar ou reter caixa na empresa pode ser explicada por diversos motivos como governança corporativa (Dittmar, Mahrt-Smith & Servaes, 2003; Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Al-Najjar & Clark, 2017), discricionariedade (Jensen, 1986; Ferreira & Vilela, 2004), incentivos fiscais (Foley, Hartzell, Titman & Twite, 2007), precaução, transação e especulação (Keynes, 1936; Bates, Kahle & Stulz, 2009; Davydova & Sokolov, 2014) e incerteza política (Phan, Nguyen, Nguyen & Hegde, 2019; Zheng, 2019). Adicionalmente, Denis e Sibilkov (2009) relatam que essa decisão pode decorrer de problemas potenciais ou reais de agência.

Jensen e Meckling (1976) formalizaram os problemas de agência, que ocorrem quando os acionistas (principais) delegam aos gestores (agentes) autoridade de tomada de decisão. Conforme Eisenhardt (1989), a Teoria da Agência dedica-se a resolver dois problemas, que normalmente afetam essa relação de agência. O primeiro resulta do conflito de interesses entre agente e principal, e o segundo decorre da assimetria informacional existente entre gestores, acionistas e credores. Como as ações dos agentes não podem ser completamente observadas pelos acionistas e credores e como os gestores, em geral, possuem informações privilegiadas e detalhadas sobre a empresa, mecanismos de governança corporativa devem ser adotados para mitigar esses problemas de agência.

Coles, Daniel e Naveen (2008), Nisiyama e Nakamura (2018) e Moura, Bonetti, Mazzioni, Teixeira e Magro (2020) relatam que o conselho de administração é um importante mecanismo interno de governança corporativa, já que tem como função primordial monitorar as ações da diretoria executiva, o que reduz possíveis falhas gerenciais (Chancharat, Krishnamurti & Tian, 2012). De acordo com Jensen (1986) e Ferreira e Vilela (2004), como a retenção de caixa aumenta o volume de ativos em poder da gerência e, conseqüentemente, a discricionariedade dela sobre as decisões de investimento, o acúmulo de caixa pode ter a finalidade de expropriação da riqueza dos acionistas pelos gestores e, por isso a estrutura do conselho de administração pode impactar o montante de caixa retido nas empresas.

Sendo assim, empresas que adotam práticas recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) como independência do conselho de administração, ocupação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração por indivíduos diferentes e número adequado de membros do conselho de administração tendem a reter caixa, pois os acionistas não precisam limitar o volume das disponibilidades à disposição dos gerentes para evitar desperdícios de recursos (Harford, Mansi & Maxwell, 2008).

Ao considerar que o nível de caixa pode decorrer de problemas potenciais ou reais de agência e que o conselho de administração destina-se ao alinhamento de interesses

entre agente-principal, o objetivo deste estudo é verificar o efeito da estrutura do conselho de administração, quanto à independência, dualidade de papéis e tamanho do conselho de administração, na retenção de caixa das companhias abertas no período entre 2010 e 2018. No total, 97 empresas são analisadas por meio de regressões múltipla e quantílica e os resultados apontam que a independência, a dualidade de papéis e o tamanho do conselho de administração afetam positivamente o montante de caixa retido pelas companhias abertas.

A pesquisa justifica-se pela falta de consenso entre os trabalhos empíricos que investigaram a relação entre caixa e governança (Al-Najjar & Clark, 2017) e pelo papel fundamental que as reservas de caixa e o conselho de administração representam. Segundo Al-Najjar e Clark (2017), as empresas mantêm caixa para cumprir com custos relacionados às atividades em andamento, como forma de prevenção aos potenciais imprevistos e incertezas e para não desperdiçar oportunidades vantajosas de investimento, a fim de evitar financiamento externo caro ou liquidação forçada de ativos, e, por isso o caixa reflete segurança financeira à empresa. Além do mais, Huang e Mazouz (2018) afirmam que o excesso de caixa reduz o custo de capital próprio e o risco de liquidez de mercado, e melhora a continuidade das negociações, uma vez que este excesso permite o financiamento de oportunidades de investimento rentáveis e a sobrevivência da empresa a crises econômicas e, portanto pode atrair novos *traders*.

Já o conselho de administração representa o mecanismo central da governança corporativa (Moura & Beuren, 2011; Moura *et al.*, 2020) e trata da defesa dos interesses dos acionistas por meio de práticas que incentivam os gestores a internalizar o bem-estar dos detentores de capital, ou seja, o intuito deste conselho é alinhar os diferentes interesses em uma organização e, assim, potencializar o valor de mercado da empresa. Logo, a estrutura do conselho tem um impacto material sobre a decisão de gastar ou reter caixa, pois são os controladores e gerentes que administram os ativos da empresa (Al-Najjar & Clark, 2017).

Além disso, como o ambiente de negócios é complexo e os contratos entre as partes são incompletos (Hart & Moore, 1988), o conselho de administração garante que os acionistas minoritários recebam informações confiáveis sobre os seus investimentos e facilita o funcionamento do mercado acionário e o fluxo eficiente dos capitais financeiro e humano (Bushman & Smith, 2003), o que torna as empresas mais atrativas. Assim, o presente estudo se diferencia dos demais por verificar diferentes práticas de governança corporativa (independência, dualidade de papéis e tamanho do conselho de administração) ainda não relacionadas à literatura de liquidez corporativa, dado que, normalmente, as pesquisas sobre retenção de caixa utilizam como *proxy* de governança corporativa os níveis diferenciados listados na B<sup>3</sup> (Tortoli & Moraes, 2016). O uso dessas três práticas fornece uma

análise mais completa e permite verificar o efeito por três ângulos distintos.

Outro motivo é pela necessidade de averiguar esse efeito em empresas brasileiras. O Brasil é um país emergente e, por isso tende a apresentar um comportamento diferente em relação aos outros países considerados como mais desenvolvidos (Al-Najjar & Clark, 2017; Ermel & Medeiros, 2020; Moura *et al.*, 2020). De modo geral, conforme La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) e Ermel e Do Monte (2018), as empresas brasileiras são caracterizadas por baixa proteção legal aos acionistas minoritários e alta concentração acionária, fatores que ressaltam a importância de um conselho de administração bem estruturado, ou seja, independente, sem dualidade de papéis e de tamanho relativamente adequado. Seguindo essa lógica, Terra (2003), Sheng e Saito (2008) e Loncan e Caldeira (2014) relatam que o custo do capital brasileiro é superior, o crédito é mais restrito e o volume de negociações diárias é menor, aspectos que afetam, direta ou indiretamente, as decisões sobre gastar ou reter caixa.

Ademais, Silveira (2015) destaca que, devido às especificidades de cada organização como porte, perfil econômico e estratégico, estágio de vida e estrutura acionária, não há um padrão ideal de práticas de governança a ser adotado, o que demanda pesquisas que envolvem este tema e contribuem para o melhor entendimento da estrutura do conselho de administração em empresas brasileiras. O atual estudo contribui por subsidiar gestores, investidores, agentes reguladores e instituições de crédito na avaliação das políticas de caixa, visto que a presença de fricções financeiras no mercado, como assimetria de informação, custos de transação, impostos e taxa de juros, pode resultar na captação onerosa de recursos e o custo da falta de caixa pode comprometer a solvência das empresas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESES DE PESQUISA

### 2.1 Retenção de Caixa

Conforme Miglo (2010), a crise financeira de 2008-2009 retoma o interesse pelo estudo de como as empresas gerenciam sua liquidez, dado que as dificuldades de diversas empresas atingidas por essa crise têm relação com as políticas adotadas de financiamento e com o fato de existir informações assimétricas entre investidores e gestores.

Sob a ótica da Teoria *Trade-Off*, Ferreira e Vilela (2004) afirmam que as empresas buscam manter um nível ótimo de caixa, representado pela igualdade entre os benefícios e os custos marginais da manutenção dos saldos de caixa. Entretanto, definir este nível requer uma análise de vários fatores em conjunto, como das políticas de financiamento, de distribuição de dividendos e de governança corporativa (Koshio, 2005).

Segundo Keynes (1936), os motivos de precaução, transação e especulação explicam a necessidade das empresas reterem caixa. O motivo de precaução está associado ao futuro incerto e, portanto, pode amenizar a possível falta de recurso (Keynes, 1936; Davydova & Sokolov, 2014; Al-Najjar & Clark, 2017; Zheng, 2019); o de transação tem como finalidade custear as operações rotineiras da empresa (Keynes, 1936; Bates, Kahle & Stulz, 2009; Al-Najjar & Clark, 2017) e o de especulação pode garantir novos investimentos e oportunidades de criação de valor (Keynes, 1936; Al-Najjar & Clark, 2017). Já Foley *et al.* (2007) afirmam que as empresas multinacionais retêm caixa porque mantêm os ganhos no exterior em forma de caixa com o objetivo de não pagar impostos.

Bates, Chang e Chi (2018) relatam que, em média, US\$1 (um dólar) de caixa é avaliado em US\$0,61 nos anos 80, US\$1,04 nos anos 90 e US\$1,12 nos anos 2000. Conforme os autores, esse aumento é incentivado por diversos fatores, como pelas oportunidades de investimento, pela volatilidade dos fluxos de caixa, pela concorrência do mercado e pelo risco de crédito. Os gestores podem reter caixa por diferentes motivos, como para amenizar déficits dos fluxos de caixa futuros (Bates, Kahle & Stulz, 2009), financiar o crescimento da empresa e as oportunidades de investimento lucrativas (Faulkender & Wang, 2006; Denis & Sibilkov, 2009; Bates, Chang & Chi, 2018), investir em P&D (Brown & Petersen, 2011) e para que a empresa sobreviva a crises econômicas (Phan *et al.*, 2019; Zheng, 2019).

Entretanto, Ferreira e Vilela (2004) ressaltam que a Teoria da Agência também pode explicar a gestão da liquidez corporativa. Segundo Jensen e Meckling (1976) novas relações surgem da separação entre propriedade e controle, como a relação de agente (gestor) e principal (acionista). Se houver maximização de utilidade entre as partes, o agente tomará decisões em benefício próprio e não da empresa. Assim, o acúmulo de disponibilidades pode ter a finalidade de aumentar o volume de ativos em poder da gerência e, conseqüentemente, a discricionariedade dela sobre as decisões de investimento (Jensen, 1986; Ferreira & Vilela, 2004). Isso significa que a retenção de caixa pode ter como fim a expropriação da riqueza dos acionistas pelos gestores, já que recursos financeiros podem ser utilizados em projetos não vantajosos para a empresa por estarem prontamente disponíveis em forma de caixa.

Em empresas com estruturas de governança corporativa mais fracas, é possível que os acionistas estabeleçam limites de volume de caixa à disposição dos gestores com o propósito de evitar desperdícios de recursos e forçar os gestores a serem eficientes (Harford, Mansi & Maxwell, 2008). Logo, práticas recomendadas de governança corporativa devem ser adotadas para restringir as ações indesejáveis dos gestores (Moura *et al.*, 2020) e, assim, garantir que as reservas de caixa sejam utilizadas em prol da empresa.

Chen (2008) examinou o impacto da estrutura de governança corporativa na retenção de caixa de 1.500 empresas americanas no período entre 2000 e 2004. Os achados indicaram que nas empresas de tecnologia a maior independência do conselho de administração resulta em maiores reservas de caixa. Em linhas gerais, esse autor defende que a independência do conselho oferece melhor proteção aos acionistas e, portanto, reduz os custos de agência. Logo, se esses custos são menores, os acionistas estão mais dispostos a aceitar maiores volumes de caixa, pois a expropriação da sua riqueza tende a ser menor.

Harford, Mansi e Maxwell (2008) examinaram a relação entre a retenção de caixa e a estrutura de governança corporativa em 1.872 empresas norte-americanas no período de 1993 a 2004. As evidências apontaram que em empresas onde a estrutura de governança é considerada mais fraca, as reservas de caixa são menores em comparação com as empresas onde a estrutura de governança é considerada mais forte.

Al-Najjar e Clark (2017) analisaram o impacto das práticas de governança corporativa na retenção de caixa das empresas não financeiras do Oriente Médio e do Norte da África no período de 2000 a 2009. Os resultados indicaram uma relação negativa entre o tamanho do conselho de administração e as reservas de caixa e que as empresas que adotam práticas recomendadas de governança retêm mais caixa.

Já Aslam, Kalim e Fizza (2019) investigaram o impacto combinado da retenção de caixa e da governança corporativa no desempenho das empresas não financeiras do Paquistão no período de 2010 a 2014. Os achados revelaram que as empresas que apresentam estrutura de governança deficiente gastam as reservas de caixa rapidamente, o que reduz drasticamente o desempenho corporativo. Os autores relatam que em ambientes com fraca governança a retenção de caixa impulsiona o conflito de agente-principal e, por isso tende a ser menor.

## 2.2 Governança Corporativa

Escândalos corporativos que envolveram aspectos contábeis resultaram em reflexões sobre a veracidade e confiabilidade das informações divulgadas, bem como sobre a gestão e o padrão da governança corporativa (Chancharat, Krishnamurti & Tian, 2012; Siam, Laili & Khairi, 2014). Em resposta aos colapsos caracterizados por manipulações de resultados em grandes e importantes empresas, como Enron, Xerox, Tyco e WorldCom (Chancharat, Krishnamurti & Tian, 2012), práticas de governança corporativa passaram a ser consideradas com o objetivo de restringir a ação irregular do agente, ou seja, mitigar os possíveis oportunismos. A adoção dessas práticas permite uma gestão mais eficiente dos recursos, por alinhar os interesses entre investidores e gestores e, assim, reduzir tanto a expropriação de riqueza dos acionistas quanto os custos de agência e de transação (Bushman & Smith, 2003).

No Brasil, a criação do IBGC em 1999 marca o início das políticas e práticas de governança corporativa. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa lançado pelo IBGC (2015) define a governança corporativa como o sistema que dirige, monitora e incentiva os interesses dos agentes da organização, assegurando maior confiabilidade das informações e motivando a maximização do valor da firma.

No entanto, o uso deste Código não é obrigatório, apenas serve de referência/consulta para as corporações e estimula o uso consciente dos instrumentos de governança e, dentre as práticas recomendadas, ressaltam-se a independência do conselho de administração; a ocupação dos cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração por indivíduos diferentes e o número adequado de membros do conselho de administração (IBGC, 2015).

O conselho de administração é um dos principais mecanismos internos de governança corporativa e exerce a função de supervisor das atividades empresariais, além de ser responsável por auxiliar os investidores a tomarem decisões e minimizar as ações irregulares dos gerentes, por meio do alinhamento de interesses entre investidores, credores e gestores (Coles, Daniel & Naveen, 2008; Chancharat, Krishnamurti & Tian, 2012; Nisiyama & Nakamura, 2018; Einsweiller, Moura & Kruger, 2020; Moura *et al.*, 2020).

Entretanto, a efetividade do conselho de administração está atrelada a sua independência, tanto em relação ao controlador, quanto sobre a própria gestão (Muniandy & Hillier, 2015). De modo geral, conselheiros independentes, ou seja, conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio ou de qualquer outro tipo, são considerados mais eficazes no monitoramento da gestão, por não dependerem dos diretores internos (executivos) para a promoção de cargos e pela menor probabilidade de agirem em benefício dos controladores (Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Al-Najjar, 2015; Azeez, 2015; Einsweiller, Moura & Kruger, 2020).

Segundo Moura *et al.* (2020), os membros independentes são mais resistentes aos problemas de autointeresse e estão menos sujeitos à intervenção dos controladores e gestores, por isso empresas que apresentam um maior percentual de membros independentes no conselho de administração tendem a supervisionar melhor as ações dos gestores. Além disso, Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012) argumentam que conselheiros independentes servem como substitutos na defesa dos interesses dos acionistas minoritários e dos credores.

Uma vez que a decisão sobre gastar ou reter caixa pode decorrer de problemas potenciais ou reais de agência, pois em empresas com estruturas de governança corporativa mais fracas os acionistas podem estabelecer limites de volume de caixa à disposição dos gestores com o propósito de evitar desperdícios de recursos (Harford,

Mansi & Maxwell, 2008; Denis & Sibilkov, 2009), e que a independência do conselho de administração possibilita um julgamento livre das questões de estratégia e desempenho (Azeez, 2015), elabora-se a primeira hipótese desta pesquisa:

H<sub>1</sub>: A retenção de caixa é positivamente relacionada à independência do conselho de administração.

Einsweiller, Moura e Kruger (2020) e Moura *et al.* (2020) ressaltam que a governança corporativa zela pelos princípios de probidade, clareza e ética. Assim, segundo o IBGC (2015), o conselho de administração exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da empresa e, portanto, os conselheiros devem atuar em prol do bem da empresa como um todo, cumprindo aspectos legais e éticos. O IBGC (2015) ainda afirma que o conselho de administração é um órgão colegiado responsável pelo processo de tomada de decisão estratégica em uma organização e pelo monitoramento da diretoria, representando a ponte de ligação entre a gestão e os sócios.

Contudo, Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006) destacam que o potencial de monitoramento desse conselho pode ser danificado se houver dualidade de papéis neste órgão. A dualidade de papéis no conselho de administração refere-se à ocupação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor presidente por uma única pessoa, o que viola a separação entre gerenciamento e controle das decisões e aumenta o poder e o lócus de controle do CEO (Dahya, Lonie & Power, 2006; Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Al-Najjar, 2015; Azeez, 2015; Brandão, Vasconcelos, Luca & Crisóstomo, 2019).

De acordo com Bruce e Skovoroda (2015), o preenchimento dos cargos de presidente do conselho e de CEO por um único indivíduo enfraquece o sistema de governança corporativo, o que pode resultar em um processo de remuneração de executivos desfavorável do ponto de vista da empresa e, conseqüentemente, influenciar negativamente o desempenho da companhia. Ademais, Moura *et al.* (2020) relatam que o presidente do conselho tem a função de determinar a agenda do conselho e, então, de controlar os assuntos que serão abordados nas reuniões, e que quando a mesma pessoa ocupa os dois cargos, questões específicas podem não ser discutidas nas reuniões por interesse pessoal.

Posto isto, elabora-se a segunda hipótese desta pesquisa:

H<sub>2</sub>: A retenção de caixa é negativamente relacionada à dualidade de papéis do conselho de administração.

O conselho de administração também representa uma parte importante da estrutura das organizações, já que os conselheiros são os representantes dos acionistas

dentro da empresa, possuem como função o monitoramento da gestão e auxiliam na tomada de decisão e controle das atividades (Nisiyama & Nakamura, 2018; Einsweiller, Moura & Kruger, 2020). Conforme o IBGC (2015), este conselho tem a responsabilidade de debater, aprovar e/ou supervisionar questões que envolvem estratégia, remuneração, risco, auditoria independente, estrutura de capital e políticas de gestão de pessoas.

Deste modo, é necessário o diálogo entre os membros do conselho de administração e, de acordo com Lipton e Lorsch (1992) e Conyon e He (2016), quando o conselho de administração é composto por vários membros, surgem problemas de comunicação e coordenação oriundos da dificuldade de todos os conselheiros expressarem suas ideias e opiniões durante o tempo limitado das reuniões, o que acaba enfraquecendo o monitoramento dos executivos. Devido ao impasse de se chegar a um consenso na tomada de decisão quando o conselho é composto por um número elevado de membros (Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Al-Najjar, 2015; Azeez, 2015), elabora-se a terceira hipótese desta pesquisa:

H<sub>3</sub>: A retenção de caixa é negativamente relacionada ao tamanho do conselho de administração.

Espera-se, então, que as empresas que adotam práticas de governança corporativa recomendadas ao conselho de administração, como independência, não dualidade de papéis e menor tamanho do conselho de administração, apresentem maiores reservas de caixa, visto que a maior confiabilidade e transparência além de diminuir os conflitos de agência e, conseqüentemente, reduzir as chances de o agente utilizar as disponibilidades em projetos de valor presente líquido negativo ou em benefício próprio, também reduz o custo de capital, permitindo que o capital esteja disponível quando as oportunidades de investimento rentáveis surgirem (Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Al-Najjar, 2015; Al-Najjar & Clark, 2017).

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra e Coleta dos Dados

A amostra compreende as empresas que negociaram ações na B<sup>3</sup> (Brasil, Bolsa, Balcão) no período entre 2010 e 2018, com exceção dos setores “Finanças e Seguros”, “Fundos” e “Outros”. As empresas classificadas pela Economatica® nos setores “Finanças e Seguros” e “Fundos” são desconsideradas por apresentarem regulamentação própria, e as do setor “Outros” devido ao fato de este grupo conter empresas que também atuam na área financeira, como é o caso da Itaúsa S. A.

A janela temporal resulta da disponibilidade dos dados de governança corporativa só ser possível após o ano de 2009, ano em que o formulário de referência é introduzido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio do art. 21 da Instrução Normativa 480/2009 (CVM,

2009). Além disso, a partir de 2010 as normas internacionais de contabilidade são adotadas no Brasil de forma significativa.

Os dados são coletados na base da Economatica® e no site da B<sup>3</sup>, especificamente nos itens 12.6/8 e 12.7 do Formulário de Referência de cada empresa em cada ano. Opta-se pela classe de maior volume de negociações, por utilizar as demonstrações anuais consolidadas, por excluir as empresas que não apresentaram dados contínuos durante o período e por ajustar os dados pelo IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – conforme a Economatica®. No total, 97 empresas são analisadas no *software Stata* por meio de um painel balanceado composto por 873 observações empresas-ano.

### 3.2 Variáveis Dependente, Independentes de Interesse e de Controle

A variável dependente, retenção de caixa ( $rc$ ), representa o caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo total (Bates, Kahle & Stulz, 2009; Al-Najjar, 2015; Chen, Dou, Rhee, Truong & Veeraraghavan, 2015; Al-Najjar & Clark, 2017), pois segundo Bates, Kahle e Stulz (2009) essa é a medida mais tradicional dentre as existentes.

As variáveis independentes de interesse são: (1) independência do conselho de administração (independencia), razão entre o número de membros independentes do conselho de administração e o número total de membros do conselho de administração (Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Al-Najjar, 2015; Azeez, 2015; Ghouma, Ben-Nasr & Yan, 2018; Einsweiller, Moura & Kruger, 2020; Moura *et al.*, 2020); (2) dualidade de papéis do conselho de administração (dualidade), representada por uma variável *dummy* que assume o valor um (1) se os cargos de presidente do conselho de administração e diretor presidente são ocupados pelo mesmo indivíduo e zero (0) em caso contrário (Dahya, Lonie & Power, 2006; Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Al-Najjar, 2015; Azeez, 2015; Ghouma, Ben-Nasr & Yan, 2018; Einsweiller, Moura & Kruger 2020; Moura *et al.*, 2020); e (3) tamanho do conselho de administração (tamconselho), logaritmo natural do número de membros do conselho de administração (Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Al-Najjar, 2015; Azeez, 2015).

Variáveis de controle, com base em pesquisas anteriores sobre retenção de caixa, são consideradas na tentativa de evitar a estimação de parâmetros enviesados. Dentre elas:

i) Capital de giro líquido ( $cgl$ ): ao considerar o capital de giro líquido como um ativo substituto do caixa, espera-se que quanto maior for o capital de giro líquido, menor será a retenção de caixa, pois se os substitutos de caixa forem utilizados como garantia em empréstimos, a necessidade por caixa pode diminuir em função do aumento da capacidade de endividamento (Custodio, Ferreira & Raposo, 2005; Bates, Kahle & Stulz, 2009). Neste estudo, o capital de giro líquido é mensurado pela razão entre o

capital de giro (ativo circulante menos passivo circulante) menos o caixa e equivalentes de caixa e o ativo total (Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson, 1999; Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Bates, Kahle & Stulz, 2009).

ii) Alavancagem financeira ( $alav$ ): ao considerar que a alavancagem aumenta as chances de insolvência em virtude da pressão que os custos dos planos de amortização exercem sobre as disponibilidades, espera-se que empresas mais alavancadas retenham mais caixa (Ferreira & Vilela, 2004; Bates, Kahle & Stulz, 2009; Barros, Silva & Voese, 2015). Neste estudo, a alavancagem representa a razão entre a soma da dívida de curto e longo prazo (empréstimos e financiamentos e debêntures de curto e longo prazo) e o ativo total (Ferreira & Vilela, 2004; Bates, Kahle & Stulz, 2009; Barros, Silva & Voese, 2015).

iii) Oportunidades de investimento ( $qtobin$ ): ao considerar que oportunidades de investimento rentáveis podem não ser aproveitadas em razão da falta de caixa, espera-se que maiores oportunidades de investimento resultem em maiores reservas de caixa (Opler *et al.*, 1999; Faulkender & Wang, 2006; D'Mello, Krishnaswami & Larkin, 2008; Denis & Sibilkov, 2009). Utiliza-se como *proxy* de oportunidades de investimento o  $q$  de *tobin* (Portal, Zani & Silva, 2012), calculado por meio da soma do valor de mercado (multiplicação entre o número total de ações e o preço da ação) e das dívidas (somatório do passivo circulante menos o ativo circulante mais os estoques de curto e longo prazo mais o exigível a longo prazo) divididos pelo ativo total (Chung & Pruitt, 1994; Nogueira, Lamounier & Colauto, 2010).

iv) Rentabilidade ( $roa$ ): espera-se que empresas mais rentáveis apresentem maiores reservas de caixa por dependerem menos de financiamento externo (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Ademais, empresas com maiores retornos apresentam maior facilidade em pagar seus empréstimos (Boubakri & Ghouma, 2010) e, então, como o custo da dívida tende a ser menor, a sobra de caixa tende a ser maior. Utiliza-se a rentabilidade sobre o ativo, divisão do lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização pelo ativo total, como *proxy* de rentabilidade (Acharya, Almeida & Campello, 2007; Einsweiller, Moura & Kruger, 2020).

v) Tamanho da empresa ( $tamempresa$ ): espera-se que empresas menores apresentem maiores níveis de caixa por serem consideradas, de modo geral, menos diversificadas e menos estáveis e por estarem sujeitas a maiores custos de transação (Opler *et al.*, 1999; Faulkender, 2002). Além disso, empresas menores são menos confiáveis, apresentam maiores riscos de inadimplência e estão sujeitas a maiores custos de endividamento (Barros, Silva & Voese, 2015; Einsweiller, Moura & Kruger, 2020). Neste estudo, o logaritmo natural do ativo total corresponde ao tamanho da empresa (Demonier, Almeida & Bortolon, 2015; Ghouma, Ben-Nasr & Yan, 2018; Einsweiller, Moura & Kruger, 2020).

vi) Fluxo de caixa (fcx): ao considerar que empresas com maiores fluxos de caixa possuem melhores oportunidades de investimento e menor dependência aos recursos externos, espera-se que as empresas com maiores fluxos de caixa retenham mais caixa (Bates, Kahle & Stulz, 2009). Neste estudo, o caixa gerado pelas

atividades operacionais dividido pelo ativo total representa o fluxo de caixa (Ferreira & Vilela, 2004; Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Bates, Kahle & Stulz, 2009).

A Tabela 1 mostra as variáveis e sua mensuração.

**Tabela 1**  
Variáveis e sua mensuração

Variável Dependente			
Variável	Descrição	Sinal Esperado	Fonte
Retenção de caixa (rc)	Representa o caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo total.	-	Bates, Kahle e Stulz (2009); Al-Najjar (2015); Chen <i>et al.</i> (2015); Al-Najjar e Clark (2017)
Variáveis Independentes de Interesse			
Variável	Descrição	Sinal Esperado	Fonte
Independência do conselho de administração (independencia)	Razão entre o número de membros independentes do conselho de administração e o número total de membros do conselho de administração.	Positivo	Harford, Mansi e Maxwell (2008); Al-Najjar (2015); Azeez (2015); Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018); Einsweiler, Moura e Kruger (2020); Moura <i>et al.</i> (2020)
Dualidade de papéis do conselho de administração (dualidade)	Representa uma variável <i>dummy</i> que assume o valor um (1) se o cargo de presidente do conselho de administração e diretor presidente é ocupado pelo mesmo indivíduo; e zero (0) caso contrário.	Negativo	Dahya, Lonie & Power (2006); Harford, Mansi e Maxwell (2008); Al-Najjar (2015); Azeez (2015); Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018); Einsweiler, Moura e Kruger (2020); Moura <i>et al.</i> (2020)
Tamanho do conselho de administração (tamconselho)	Representa o logaritmo natural do número de membros do conselho de administração.	Negativo	Harford, Mansi e Maxwell (2008); Al-Najjar (2015); Azeez (2015)
Variáveis de Controle			
Variável	Descrição	Sinal Esperado	Fonte
Capital de giro líquido (cgl)	Razão entre o capital de giro menos o caixa e equivalentes de caixa e o ativo total.	Negativo	Opler <i>et al.</i> (1999); Harford, Mansi e Maxwell (2008); Bates, Kahle e Stulz (2009)
Alavancagem financeira (alav)	Razão entre o somatório da dívida de curto e longo prazo e o ativo total.	Positivo	Opler <i>et al.</i> (1999); Pinkowitz e Williamson (2001); Ferreira e Vilela (2004); Bates, Kahle e Stulz (2009); Barros, Silva e Voese (2015)
Oportunidades de investimento (qtobin)	Representa o <i>q de tobin</i> calculado por meio da soma do valor de mercado e das dívidas divididos pelo ativo total.	Positivo	Opler <i>et al.</i> (1999); D’Mello <i>et al.</i> (2008); Portal, Zani e Silva (2012)
Rentabilidade (roa)	Razão entre o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização e o ativo total.	Positivo	Opler <i>et al.</i> (1999); Shyam-Sunder e Myers (1999); Acharya, Almeida e Campello (2007); Barros, Silva e Voese (2015); Einsweiler, Moura e Kruger (2020)
Tamanho da empresa (tamempresa)	Representa o logaritmo natural do ativo total.	Negativo	Opler <i>et al.</i> (1999); D’Mello <i>et al.</i> (2008); Portal, Zani e Silva (2012); Demonier, Almeida e Bortolon (2015); Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018); Einsweiler, Moura e Kruger (2020)
Fluxo de Caixa (fcx)	Razão entre o caixa gerado pelas atividades operacionais e o ativo total.	Positivo	Opler <i>et al.</i> (1999); Ferreira e Vilela (2004); Harford, Mansi e Maxwell (2008); Bates, Kahle e Stulz (2009)

Fonte: Elaboração própria.

### 3.3 Modelo Empírico e Abordagem Estatística

O presente estudo utiliza o modelo linear de regressão múltipla por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), conforme Equação (1), para verificar a relação entre a estrutura do conselho de administração e a retenção de caixa.

#### Equação (1)

$$rc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 independencia_{i,t} + \beta_2 dualidade_{i,t} + \beta_3 tamconselho_{i,t} + \beta_4 cgl_{i,t} + \beta_5 alav_{i,t} + \beta_6 qtobin_{i,t} + \beta_7 roa_{i,t} + \beta_8 tamempresa_{i,t} + \beta_9 fcx_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

- $rc_{it}$  representa a retenção de caixa da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $independencia_{it}$  representa a independência do conselho de administração da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $dualidade_{it}$  representa a dualidade de papéis do conselho de administração – binária (0) e (1) – da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $tamconselho_{it}$  representa o tamanho do conselho de administração da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $cgl_{it}$  representa o capital de giro líquido da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;

- $alav_{it}$  representa a alavancagem financeira da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $qtobin_{it}$  representa as oportunidades de investimento da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $roa_{it}$  representa a rentabilidade da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $tamempresa_{it}$  representa o tamanho da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $fcx_{it}$  representa o fluxo de caixa da empresa  $i$  no final do exercício social  $t$ ;
- $\varepsilon_{it}$  representa o termo de erro da regressão.

Conforme Fávero e Belfiore (2017) existem diferentes modelos para dados em painel, por isso os testes  $F$  de Chow, *Lagrangian Multiplier* de Breusch-Pagan e *Hausman* são realizados para definir o modelo mais apropriado para esta pesquisa, se *POLS*, de Efeitos Fixos ou de Efeitos Aleatórios. Os testes *Jarque-Bera*, *Breusch-Pagan* e de *Wooldridge* são feitos para verificar a normalidade, a homocedasticidade e a auto correlação dos resíduos. Além disso, calcula-se a matriz de correlação de *Pearson* para analisar se as variáveis apresentam correlações altas ou perfeitas e o *VIF (Variance Inflation Fator)* para identificar se há ou não problemas de multicolinearidade nas variáveis explicativas (Fávero & Belfiore, 2017). Ademais, utiliza-se a técnica de *winsorização* (exceto para a *dummy* de dualidade) ao nível de 1% com o propósito de suavizar as observações destoantes à média, o que torna a amostra mais conservadora.

## 4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Apresentação dos resultados

Na Tabela 2 apresenta-se a distribuição das empresas por setor da Economatica® e as frequências absoluta ( $F_i$ ) e relativa ( $f_i$ ). Observa-se que mais de 50% da amostra pertence aos setores de energia elétrica (21,6%), construção (12,4%), comércio (9,3%) e veículos e peças (9,3%).

As estatísticas descritivas das variáveis, com exceção da *dummy* de dualidade, após aplicar a técnica de *winsorização*, são evidenciadas na Tabela 3.

Os resultados da Tabela 3 mostram que quatro variáveis (retenção de caixa; capital de giro líquido; rentabilidade sobre o ativo e fluxo de caixa) apresentam desvio-padrão maior que a média. Isso significa que houve variação dessas variáveis ao longo do tempo, já que a distância média entre os pontos individuais de cada variável e a média geral é maior que a média geral. Além disso, percebe-se que o percentual médio de retenção de caixa das empresas da amostra é de 9,09%, próximo aos 10,1% da Suécia relatado por Chen *et al.* (2015).

De modo geral, nota-se que as empresas possuem comportamentos diferentes, pois os intervalos entre o mínimo e o máximo são discrepantes. Por exemplo, ao comparar o mínimo e máximo da variável  $q$  de *tobin*,

constata-se que o máximo é 15 vezes maior que o mínimo. Outro exemplo é em relação ao tamanho do conselho de administração, visto que algumas companhias possuem 15 membros efetivos no conselho, como a Cemig, Coelce, Pão de Açúcar, Taesa e Telefônica Brasil, ao passo que outras possuem apenas 1 ou 2 membros, como a Cristal e a Energisa. Conforme Jensen (2003), conselhos formados por mais de sete ou oito membros possuem menores chances de funcionar de maneira eficaz, o que aumenta a probabilidade de o controle se concentrar no diretor executivo.

**Tabela 2**

Distribuição das empresas por setor e frequências absoluta ( $F_i$ ) e relativa ( $f_i$ )

	Sector	Frequência Absoluta ( $F_i$ )	Frequência Relativa ( $f_i$ )
1	Agro e Pesca	1	1,0%
2	Alimentos e Bebidas	5	5,2%
3	Comércio	9	9,3%
4	Construção	12	12,4%
5	Eletroeletrônicos	3	3,1%
6	Energia Elétrica	21	21,6%
7	Máquinas Industriais	3	3,1%
8	Mineração	1	1,0%
9	Minerais não Metais	1	1,0%
10	Papel e Celulose	3	3,1%
11	Petróleo e Gás	2	2,1%
12	Química	3	3,1%
13	Siderurgia e Metalurgia	8	8,2%
14	Software e Dados	1	1,0%
15	Telecomunicações	2	2,1%
16	Têxtil	7	7,2%
17	Transporte e Serviço	6	6,2%
18	Veículos e Peças	9	9,3%
	<b>Total</b>	<b>97</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração própria.

**Tabela 3**

Estatísticas descritivas das variáveis após a técnica de *winsorização*

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
rc	0,0909	0,0953	0,0005	0,6776
independencia	0,2625	0,2362	0	0,8750
dualidade			0	1
tamconselho	1,9543	0,3536	0	2,8332
cgl	0,0908	0,1748	-0,3441	0,5959
alav	0,3800	0,2270	0	1,0973
qtobin	1,0850	0,6799	0,2926	4,1915
roa	3,5536	6,9872	-23,0317	22,2666
tamempresa	15,7177	1,6106	10,6860	20,7212
fcx	0,0675	0,0725	-0,1504	0,2456

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 3 também mostra que a maior parte dos conselheiros não é independente, pois o percentual médio de membros independentes pertencentes ao conselho de administração é de 26,25%. Este valor é próximo ao encontrado por Einsweiler, Moura e Kruger (2020), os quais evidenciam que em 2017 o percentual médio de independência do conselho é de 26%, e por Moura *et al.* (2020), os quais relatam que em 2016 esse percentual médio corresponde a 24%.

Após realizar os testes *F* de *Chow* e *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan*, constata-se que o modelo mais indicado para esta pesquisa é o *POLS* (*p*-valor > 0,05 em ambos os testes). Os testes *Jarque-Bera*, *Breusch-Pagan* e de *Wooldridge* indicam que os resíduos não seguem distribuição normal, não apresentam variância constante e são auto-correlacionados e, por isso aplica-se o método das matrizes de variância-covariância robustas de *Newey-West* para obter os erros padrão dos estimadores por MQO e, assim, corrigir a heterocedasticidade e a auto-

correlação dos resíduos (*Greene*, 1996). A não normalidade dos resíduos não é um problema, dado que a violação desse pressuposto é frequente nos modelos econômicos e de finanças e irrelevante nos estudos que investigam grandes quantidades de observações, devido às propriedades assintóticas dos estimadores obtidos por MQO (*Brooks*, 2014; *Wooldridge*, 2016).

A matriz de correlação de *Pearson* representada na Tabela 4 mostra que as variáveis não apresentam correlações altas ou perfeitas.

**Tabela 4**Matriz de correlação de *Pearson*

	rc	independencia	dualidade	tamconselho	cgl	alav	qtobin	roa	tamempresa	fcx
rc	1									
independencia	-0,0272	1								
dualidade	0,1458*	-0,0314	1							
tamconselho	-0,1048*	0,1177*	-0,1888*	1						
cgl	-0,1089*	0,0696*	0,1696*	-0,2652*	1					
alav	-0,0660	0,1305*	-0,1124*	0,2181*	-0,3588*	1				
qtobin	0,1277*	0,1163*	-0,0460	0,0474	0,0193	0,1758*	1			
roa	0,1813*	-0,1031*	0,0154	0,0273	0,2008*	-0,2136*	0,5197*	1		
tamempresa	-0,1650*	0,1074*	-0,0777*	0,5850*	-0,3271*	0,3186*	-0,0277	-0,0427	1	
fcx	-0,0414	-0,0997*	-0,0455	0,2295*	-0,1193*	-0,0274	-0,0563	0,0066	0,5108*	1

Fonte: Elaboração própria.

Nota: \*estatisticamente significativa ao nível de 5% (*p*-valor < 0,05).

Adicionalmente, os resultados do cálculo do *VIF* indicam que as variáveis explicativas não apresentam problemas de multicolinearidade, pois o percentual máximo de variância compartilhada entre as variáveis explicativas é de 57%. Para *Fávero e Belfiore* (2017), valores do *VIF* acima de 4 podem ser considerados elevados, pois o *VIF* igual a 4 corresponde a uma *Tolerance* de 0,25 e isso representa 75% de variância compartilhada entre determinada variável explicativa e as demais.

Os resultados da regressão múltipla demonstrados na Tabela 5 indicam que a relação entre as variáveis retenção de caixa e independência do conselho de administração é positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% (*p*-valor = 0,048) e, portanto a Hipótese 1 (*H*<sub>1</sub>) deste estudo é confirmada.

A variável dualidade de papéis do conselho de administração possui associação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% (*p*-valor = 0,001) com a retenção de caixa. Porém, ao comparar o sinal esperado (negativo) com o obtido na Tabela 5 (positivo), nota-se que esta variável de interesse apresenta sinal contrário e, por isso a Hipótese 2 (*H*<sub>2</sub>) deste estudo não é confirmada.

Os coeficientes das variáveis rentabilidade e fluxo de caixa são positivos, conforme o previsto, e estatisticamente significativos ao nível de 1%. Ao passo que os coeficientes do capital de giro líquido e do tamanho da empresa se mostram negativos, também conforme o esperado, com significância estatística de 1%. Observa-se que as demais variáveis não apresentam significância estatística e, portanto a Hipótese 3 (*H*<sub>3</sub>) de que a retenção de caixa é negativamente relacionada ao tamanho do conselho de administração não é confirmada. Adicionalmente, verifica-

se que as variáveis explicativas explicam a retenção de caixa em aproximadamente 9%.

**Tabela 5**Resultados da regressão múltipla (Estimação *POLS*)

Variável dependente: retenção de caixa (rc)	
Variáveis independentes de interesse e de controle	
Independência do conselho de administração (independencia)	0,0213198** (1,97)
Dualidade do conselho de administração (dualidade)	0,0496253*** (3,22)
Tamanho do conselho de administração (tamconselho)	-0,0048909 (-0,39)
Capital de giro líquido (cgl)	-0,1480216*** (-6,62)
Alavancagem financeira (alav)	-0,0119095 (-0,82)
Oportunidades de investimento (qtobin)	0,004047 (0,70)
Rentabilidade (roa)	0,0028187*** (4,91)
Tamanho da empresa (tamempresa)	-0,015328*** (-4,48)
Fluxo de caixa (fcx)	0,107541*** (3,44)
Constante	0,3320675*** (5,74)
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,08856</b>

Legenda: \*\*\*estatisticamente significativa ao nível de 1% (*p*-valor < 0,01); \*\*estatisticamente significativa ao nível de 5% (*p*-valor < 0,05); \*estatisticamente significativa ao nível de 10% (*p*-valor < 0,10). Valores da estatística *t* entre parêntese.

Fonte: elaboração própria.

## 4.2 Discussão dos Resultados

Os resultados da Tabela 5 confirmam a Hipótese 1 deste estudo. Isso significa dizer que, em média, as empresas que possuem maior número de membros independentes no conselho de administração

proporcionalmente retêm mais caixa. Este resultado corrobora os estudos de Tortoli e Moraes (2016), que também mostra uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% entre os níveis diferenciados de governança (*proxy* de governança corporativa) e os saldos de caixa, e de Al-Najjar e Clark (2017), que indica que empresas que adotam práticas recomendadas de governança retêm mais caixa. Sendo assim, como a independência do conselho de administração fortalece a estrutura de governança corporativa, quanto mais forte for a estrutura de governança da empresa, maior será a retenção de caixa, já que menor será a chance de expropriação do acionista pelo gestor (Harford, Mansi & Maxwell, 2008).

Os estudos de Weisbach (1988) e Sonza e Kloeckner (2014) apontam que as organizações com conselhos independentes são mais favoráveis a destituir CEOs com desempenho ruim e Beasley (1996) revela que a ocorrência de fraudes contábeis é menor em empresas onde o conselho de administração é independente. Logo, quando o membro do conselho de administração não é independente, ou seja, quando exerce funções de conselheiro e na gestão, o monitoramento, tanto do conselho quanto da gestão, é menos ativo e eficaz, devido ao vínculo empregatício que este profissional interno possui e a conseqüente influência dos controladores e gestores (Moura *et al.*, 2020).

Sobre a Hipótese 2, o intuito era encontrar uma relação negativa entre a dualidade de papéis no conselho e a retenção de caixa. Assim, se a mesma pessoa ocupa o cargo de presidente do conselho de administração e de diretor presidente, a retenção de caixa tende a ser menor, pois mais fraca é a estrutura de governança e, então, maior é a probabilidade de o gerente expropriar a riqueza do acionista (Harford, Mansi & Maxwell, 2008; Bruce & Skovoroda, 2015). Além do mais, de acordo com Muniandy e Hillier (2015) e Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018), o preenchimento desses cargos por um único indivíduo eleva o poder do CEO, o qual pode reduzir o papel disciplinador que o conselho tem sobre a gestão.

No entanto, observa-se uma associação positiva, o que acaba por não confirmar a Hipótese 2 deste estudo. Fama (1980) e Jensen (1993) relatam que quando algumas qualidades do conselho são combinadas, como conhecimento especializado, composição e legitimidade, a eficiência da gestão corporativa pode ser maior. Apesar de a associação encontrada entre a dualidade de papéis no conselho de administração e a retenção de caixa ser positiva, o que sugere uma estrutura de governança mais vulnerável, verifica-se que, em linhas gerais, as empresas da amostra apresentam membros do conselho e da diretoria com qualificações e experiências diversas e possuem comitê de auditoria que, além de ser importante para a gestão das atividades internas, contribui com a qualidade dos relatórios financeiros e a maior transparência das informações (Santos, Schmeider & Cunha, 2017). Ainda sobre este aspecto, Fama (1980) destaca que os gestores possuem uma parcela substancial do seu capital financeiro e intelectual investida na empresa, ao passo que

os acionistas, normalmente, são mais diversificados e, portanto, correm um menor risco de perdas. Logo, segundo Al-Najjar e Clark (2017), a tomada de decisão da gestão sobre gastar ou reter caixa pode ser influenciada se os gerentes são sub-diversificados e avessos ao risco, fatos que tendem a diminuir o conflito de agente-principal.

Em relação à rejeição da Hipótese 3, ressalta-se que o tamanho adequado do conselho de administração é incerto na literatura e que, ainda, há dúvidas quanto ao número mais apropriado de conselheiros. Boone *et al.* (2007), Coles, Daniel e Naveen (2008) e Linck, Netter e Yang (2008) afirmam que não existe um consenso sobre o tamanho do conselho. Esses autores alegam que conselhos de tamanho exageradamente pequeno ou grande não são benéficos e estão relacionados a uma pior governança. Para Vafeas (2000) se, de uma forma, o conselho de tamanho menor pode ser mais eficaz e resultar em um monitoramento melhor da qualidade dos relatórios, de outra forma, pode ser incapaz de supervisionar adequadamente a gestão. Acerca deste assunto, Silveira (2015) diz que, apesar de existir diversas recomendações nos códigos de governança, não há um padrão ideal de práticas a ser adotado por todas as empresas, uma vez que as especificidades de cada companhia podem resultar em comportamentos e resultados distintos.

Com o intuito de realizar uma análise mais robusta, utiliza-se a regressão quantílica para verificar se os resultados das variáveis de interesse se mantêm constantes. A estimação por regressão quantílica tende a ser mais eficiente do que a regressão múltipla por MQO, pois apresenta os resultados para cada quantil. Considera-se a divisão dos quantis em 25, 50 (mediana) e 75.

**Tabela 6**  
Resultados da regressão quantílica

Variável dependente: retenção de caixa (rc)				
Variáveis independentes de interesse e de controle	Regressão POLS	Quantil 25	Quantil 50	Quantil 75
<b>independencia</b> (p-valor)	0,0213** (0,0484)	0,0278*** (0,0063)	0,0501*** (0,0001)	0,0372 (0,1014)
<b>dualidade</b> (p-valor)	0,0496*** (0,0013)	0,0080 (0,2677)	0,0120 (0,1718)	0,0178 (0,2693)
<b>tamconselho</b> (p-valor)	-0,0048 (0,6959)	-0,0042 (0,6025)	0,0035 (0,7202)	0,0349* (0,0542)
<b>cgl</b> (p-valor)	-0,1480*** (0,0000)	-0,0535*** (0,0003)	-0,0862*** (0,0000)	-0,1231*** (0,0002)
<b>alav</b> (p-valor)	-0,0119 (0,4145)	-0,0056 (0,6458)	-0,0047 (0,6458)	0,0071 (0,7919)
<b>qtobin</b> (p-valor)	0,0040 (0,4832)	0,0033 (0,4340)	0,0113** (0,0294)	0,0133 (0,1611)
<b>roa</b> (p-valor)	0,0028*** (0,0000)	0,0011*** (0,0072)	0,0021*** (0,0000)	0,0028*** (0,0024)
<b>tam</b> (p-valor)	-0,0153*** (0,0000)	0,0013 (0,5336)	-0,0042 (0,1050)	-0,0148*** (0,0019)
<b>fcx</b> (p-valor)	0,1075*** (0,0006)	0,5812 (0,1044)	0,1159** (0,0165)	0,1460* (0,0751)
<b>cons</b> (p-valor)	0,3320*** (0,0000)	0,0102 (0,7169)	0,1023*** (0,0031)	0,2614*** (0,0000)

Legenda: \*\*\*estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01); \*\*estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-valor < 0,05); \*estatisticamente significativa ao nível de 10% (p-valor < 0,10). Valores do p-valor entre parêntese.

Fonte: elaboração própria.

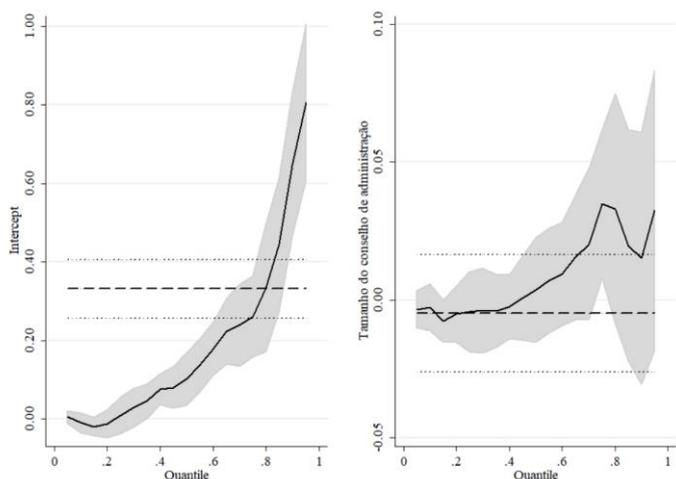
Os coeficientes da variável independência do conselho de administração se mostram positivos e significativos, agora ao nível de 1%, para os quantis 25 e 50, demonstrando que para saldos de caixa até a mediana a independência é significativa. Porém, diferente do que é obtido pela regressão múltipla, o coeficiente da variável dualidade de papéis no conselho de administração deixa de ser significativo e o coeficiente da variável tamanho do conselho de administração passa a ter significância estatística ao nível de 10% ( $p$ -valor = 0,0542) para o quantil 75. Isso significa que para saldos de caixa maiores que a mediana o tamanho do conselho de administração é significativo e positivo, resultado contrário ao esperado e divergente do obtido por Al-Najjar e Clark (2017). Uma possível explicação para este efeito positivo seria a presença de um número maior de especialistas que possuem experiências diversificadas em conselhos maiores (Coles, Daniel & Naveen, 2008).

A Figura 1 expõe o comportamento do intercepto e da variável tamanho do conselho de administração. Em relação a variável, a linha preta tracejada evidencia o coeficiente da regressão múltipla e, portanto, é constante ao longo dos quantis. Já a linha preta contínua evidencia o coeficiente da regressão quantílica e até o quantil 40 se assemelha ao da regressão múltipla. A partir do quantil 40 o coeficiente cresce substancialmente, se tornando significativo no quantil 75. Isso quer dizer que quanto maior o tamanho do conselho de administração, maior é o volume de caixa mantido pelas empresas.

Utilizando uma amostra de 97 companhias abertas no período entre 2010 e 2018, constata-se uma associação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% (regressão múltipla) e 1% (regressão quantílica) entre a retenção de caixa e a independência do conselho administrativo, o que confirma a Hipótese 1 levantada e corrobora os estudos de Tortoli e Moraes (2016), de Al-Najjar e Clark (2017) e de Aslam, Kalim e Fizza (2019). As evidências apontam que, em média, as empresas que possuem maior número de membros independentes no conselho administrativo proporcionalmente retêm mais caixa. Isso significa que a maior participação de conselheiros independentes, ou seja, de indivíduos externos que podem trazer experiências e julgamentos diferentes, resulta em maiores saldos de caixa, os quais podem dificultar o ingresso de concorrentes no mercado e desestimular a competição entre as empresas. Fama e Jensen (1983) relatam que por questões de reputação, os conselheiros independentes são incentivados a monitorar a gestão.

Já as Hipóteses 2 e 3 não são confirmadas por apresentarem sinal contrário ao esperado ou por não apresentarem significância estatística. Sobre a rejeição da  $H_2$ , o efeito significativo e positivo (contrário ao esperado na regressão múltipla) da dualidade de papéis pode ser explicado pelo fato de que o comando focado em uma mesma pessoa pode elevar a capacidade de resposta e ação de uma empresa, principalmente se a empresa é jovem e se os problemas de agência puderem ser controlados por outros meios. Além disso, outros estudos utilizam a dualidade de papéis como *proxy* de governança corporativa e também não encontram significância estatística desta variável (regressão quantílica) com a variável dependente (Moura *et al.*, 2020). Como justificativa esses autores ressaltam que o Brasil é um mercado acionário em desenvolvimento e que a maior parte das empresas apresenta alta concentração de propriedade. Logo, acredita-se que devido à existência de membros independentes no conselho, o papel duplo do CEO pode trazer alguns benefícios em casos específicos, como quando o ambiente de negócios é instável e se altera constantemente.

Em relação a não confirmação da  $H_3$  por falta de significância estatística (regressão múltipla) ou pelo impacto significativo e positivo (contrário ao esperado na regressão quantílica) do tamanho do conselho de administração na retenção de caixa, destaca-se a falta de consenso sobre o tamanho ideal do conselho. Para Vafeas (2000) se, de um lado, o conselho de tamanho menor pode ser mais eficaz e resultar em um monitoramento melhor da qualidade dos relatórios, de outro, pode ser incapaz de supervisionar adequadamente a gestão. Diante do resultado positivo obtido pela regressão quantílica, supõe-se que os problemas de comunicação e coordenação, oriundos da dificuldade de todos os conselheiros expressarem suas ideias e opiniões durante o tempo limitado das reuniões, em conselhos maiores não prejudicam o monitoramento da gestão.



**Figura 1.** Gráfico da variável tamanho do conselho de administração.

Fonte: Elaboração própria.

Mesmo após estimar a regressão quantílica, as Hipóteses 2 e 3 ( $H_2$  e  $H_3$ ) não são confirmadas, uma vez que o coeficiente da variável dualidade de papéis no conselho de administração deixa de ser significativo e da variável tamanho do conselho de administração se mostra positivo, contrariando o sinal negativo definido previamente.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisa se as reservas de caixa são influenciadas pela estrutura do conselho de administração.

As empresas da amostra apresentam membros do conselho e da diretoria com qualificações e experiências diversificadas como matemáticos, estatísticos, advogados, contadores, administradores, engenheiros, economistas, o que pode justificar a relação positiva encontrada entre a dualidade de papéis no conselho e a retenção de caixa, já que, segundo Fama (1980) e Jensen (1993), quando algumas qualidades do conselho são combinadas, como conhecimento especializado, composição e legitimidade, a eficiência da gestão corporativa pode ser maior, e possuem diferentes comitês, tal como de auditoria, de risco, de gestão de pessoas, de sustentabilidade. Ademais, é relevante informar que em algumas empresas como Bardella, Energias BR, Energisa, Helbor, Light S/A, Metisa, Profarma e Trisul, embora não há dualidade de papéis no conselho, os cargos de vice-presidente do conselho e diretor presidente são ocupados pelo mesmo indivíduo, o que pode resultar em conflitos de interesses e falhas de monitoramento da gestão.

De modo geral, se houver maximização de utilidade por parte do agente, ele tomará decisões em benefício próprio e não da empresa e, então, o acúmulo de caixa pode ter a finalidade de aumentar o volume de ativos em poder da gerência e, conseqüentemente, a discricionariedade dela sobre as decisões de investimento (Jensen, 1986; Ferreira & Vilela, 2004). Isso significa que a retenção de caixa pode ter como fim a expropriação da riqueza dos acionistas pelos gestores, já que recursos financeiros podem ser utilizados em projetos não vantajosos/rentáveis para a empresa por estarem prontamente disponíveis em forma de caixa. Assim, dado que as evidências empíricas indicam que a dualidade de papéis e o tamanho do conselho de administração afetam positivamente o montante corporativo de caixa retido, o presente estudo mostra que o gerenciamento do caixa nas companhias abertas deve ser uma preocupação constante e inevitável.

Como limitação, ao considerar os critérios de seleção da amostra, os resultados não podem ser generalizados porque a amostra é não probabilística. Outra limitação refere-se a potenciais problemas de endogeneidade entre as variáveis independentes, apesar da aplicação do método das matrizes de variância-covariância robustas de Newey-West para obter os erros padrão dos estimadores por MQO. Este estudo visa despertar o interesse pelo assunto e para pesquisas futuras seria oportuno testar outros atributos que podem impactar a decisão sobre gastar ou reter caixa, tal como o tipo de garantia presente em escrituras de emissão de debêntures.

## REFERÊNCIAS

- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515-554. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.04.001>
- Al-Najjar, B. (2015). The Effect of Governance Mechanisms on Small and Medium-Sized Enterprise Cash Holdings: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 303-320. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12062>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.030>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
- Aslam, E., Kalim, R., & Fizza, S. (2019). Do Cash Holding and Corporate Governance Structure Matter for the Performance of Firms? Evidence from KMI 30-and KSE 100-Indexed Firms in Pakistan. *Global Business Review*, 20(2), 313-330. <https://doi.org/10.1177/0972150918825202>
- Azeez, A. A. (2015). Corporate governance and firm performance: evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance*, 3(1), 180-189. <https://doi.org/10.15640/jfbm.v3n1a16>
- Barros, C. M. E., Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2), 7-26.
- Bates, T. W., Chang, C. H., & Chi, J. D. (2018). Why has the value of cash increased over time?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), 749-787. <https://doi.org/10.1017/S002210901700117X>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>
- Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2481-2499. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.006>
- Brandão, I. F., Vasconcelos, A. C., Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do Conselho de Administração e Sensibilidade da Remuneração Executiva ao Desempenho de Mercado. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance* (2. ed.). Cambridge University Press.
- Brown, J. R., & Petersen, B. C. (2011). Cash holdings and R&D smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 694-709. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.01.003>
- Bruce, A., & Skovoroda, R. (2015). *The empirical literature on executive pay: context, the pay-performance issue and future directions*. London: High Pay Centre.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), 65-87.
- Chancharat, N., Krishnamurti, C., & Tian, G. (2012). Board structure and survival of new economy IPO firms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 144-163. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00906.x>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00701.x>

- Chen, Y., Dou, P. Y., Rhee, S. G., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2015). National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking & Finance*, 50, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.09.018>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Conyon, M. J., & He, L. (2016). Executive compensation and corporate fraud in China. *Journal of Business Ethics*, 134(4), 669-691. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2390-6>
- Custodio, C., Ferreira, M. A., & Raposo, C. (2005). *Cash holdings and business conditions*. ISCTE Business School.
- D'Mello, R., Krishnaswami, S., & Larkin, P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1209-1220. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.10.005>
- Daghie, D. M. C. G. (2011). Corporate Governance. *European Integration - Realities and Perspectives*, 66-71.
- Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. (2006). The case for separating the roles of chairman and CEO: An analysis of stock market and accounting data. *Corporate Governance: An International Review*, 4(2), 71-77. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.1996.tb00136.x>
- Davydova, Y., & Sokolov, V. (2014). The real effects of financial constraints: Evidence from a debt subsidization program targeted at strategic firms. *Journal of Empirical Finance*, 29, 247-265. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2014.07.006>
- Demonier, G. B., Almeida, J. E. F. D., & Bortolon, P. M. (2015). The impact of financial constraints on accounting conservatism. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(57), 1264-1278. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i57.2326>
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2009). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp031>
- 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. <https://doi.org/10.2307/4126766>
- Einsweiler, A. C., Moura, G. D., & Kruger, S. D. (2020). Influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18(2), 14-24. <https://doi.org/10.19094/contextus.2020.42682>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Ermel, M. D. A., & Do Monte, P. A. (2018). Controle acionário, remuneração de executivos e desempenho empresarial: Evidências para o mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 455-491. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2963481>
- Ermel, M. D. A., & Medeiros, V. (2020). Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(82), 84-98. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201907620>
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307. <https://doi.org/10.1086/260866>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Faulkender, M. (2002). *Cash holdings among small businesses*. Working paper, Washington University in St. Louis.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. São Paulo: Elsevier Brasil.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.006>
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.06.004>
- Greene, W. H. (1996). *Econometric theory* (3. ed.). New York: McGraw-Hill.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002>
- Hart, O., & Moore, J. (1988). Incomplete contracts and renegotiation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 56(4), 755-785. <https://doi.org/10.2307/1912698>
- Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.005>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* (5. ed.). São Paulo: IBGC.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C. (2003). *A theory of the firm: Governance, residual claims, and organizational forms*. Harvard University Press.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Keynes, J. M. (1936). *General theory of employment, interest, and money*. Palgrave Macmillan.
- Koshio, S. (2005). *Nível de caixa de empresas não financeiras no Brasil: Determinantes e relação com o endividamento* (Doctoral thesis). FGV-EAESP, São Paulo, SP, Brasil. <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2565>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46-59. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100005>

- Miglo, A. (2010). The pecking order, trade-off, signaling, and market-timing theories of capital structure: A review. Working paper, *Social Science Research Network*.
- Moura, G. D., & Beuren, I. M. (2011). Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na BM&Fbovespa: Análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Ciências da Administração*, 13(29), 11-37. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2011v13n29p11>
- Moura, G. D., Bonetti, A. P. M., Mazzioni, S., Teixeira, S. A., & Magro, C. B. D. (2020). Independência do Conselho de Administração Reduz o Custo de Financiamento da Dívida?. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23(1), 1-18. [https://doi.org/10.21714/1984-3925\\_2020v23n1a1](https://doi.org/10.21714/1984-3925_2020v23n1a1)
- Muniandy, B., & Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108-124. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.11.003>
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversidade do Conselho de Administração e a Estrutura de Capital. *Revista de Administração de Empresas*, 58(6), 551-563. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020180604>
- Nogueira, I. V., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2010). O q de tobin e o setor siderúrgico: Um estudo em companhias abertas brasileiras e norte-americanas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios - RBGN*, 12(35), 156-170. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v12i35.536>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71-82. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.001>
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2001). Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *The Review of Financial Studies*, 14(4), 1059-1082. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.4.1059>
- Portal, M. T., Zani, J., & Silva, C. E. S. D. (2012). Financial frictions and substitution between internal and external funds in publicly traded Brazilian companies. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(58), 19-32. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000100002>
- Santos, V. D., Schmeider, C. F., & da Cunha, P. R. (2017). Características do comitê de auditoria: um estudo nas empresas listadas na BM&Fbovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 16(49), 17-33. <https://doi.org/10.16930/rccc.v16n49.2449>
- Sheng, H. H., & Saito, R. (2008). Liquidez das debêntures no mercado brasileiro. *RAUSP Management Journal*, 43(2), 176-185. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072008000200005>
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00051-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8)
- Siam, Y. I. S. A., Laili, N. H. B., & Khairi, K. F. B. (2014). Board of directors and earnings management among Jordanian listed companies: Proposing conceptual framework. *International Journal of Technical Research and Applications*, 2(3), 1-7.
- Silveira, A. D. M. D. (2015). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática* (2. ed.). Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. D. O. (2014). A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras?. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145-160. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200145>
- Terra, M. C. T. (2003). Credit constraints in Brazilian firms: evidence from panel data. *Revista Brasileira de Economia*, 57(2), 443-464. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402003000200006>
- Tortoli, J. P., & Moraes, M. B. C. (2016). Fatores de Impacto sobre o Saldo de Caixa: Um Estudo em Empresas Brasileiras Não Financeiras de Capital Aberto. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 125-150.
- Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139-160. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00006-5](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00006-5)
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education.
- Zheng, S. (2019). Why do multinational firms hold so much cash? Further evidence on the precautionary motive. *Journal of Multinational Financial Management*, 50, 29-43. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.03.002>

**CONTEXTUS**

REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO.

ISSN 1678-2089

ISSNe 2178-9258

1. Economia, Administração e Contabilidade – Periódico  
2. Universidade Federal do Ceará. FEAAC – Faculdade de  
Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO,  
ATUÁRIA E CONTABILIDADE (FEAAC)**

Av. da Universidade – 2486, Benfica  
CEP 60020-180, Fortaleza-CE

**DIRETORIA:** Paulo Rogério Faustino Matos  
Danielle Augusto Peres

**Website:** [www.periodicos.ufc.br/contextus](http://www.periodicos.ufc.br/contextus)

**E-mail:** [revistacontextus@ufc.br](mailto:revistacontextus@ufc.br)



A Contextus está classificada no sistema Qualis – Capes como periódico B1, na área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo (2013-2016).



A Contextus está de acordo e assina a Declaração de São Francisco sobre a Avaliação de Pesquisas (DORA).



A Contextus é associada à Associação Brasileira de Editores Científicos (ABEC).



Esta obra está licenciada com uma licença Creative Commons Atribuição – Não Comercial 4.0 Internacional.

**EDITOR-CHEFE**

Diego de Queiroz Machado (UFC)

**EDITORES ADJUNTOS**

Alane Siqueira Rocha (UFC)

Márcia Zabdiele Moreira (UFC)

**EDITORES ASSOCIADOS**

Adriana Rodrigues Silva (IPSantarém, Portugal)

Alessandra de Sá Mello da Costa (PUC-Rio)

Andrew Beheregarai Finger (UFAL)

Armando dos Santos de Sousa Teodósio (PUC-MG)

Brunno Fernandes da Silva Gaião (UEPB)

Carlos Enrique Carrasco Gutierrez (UCB)

Dalton Chaves Vilela Júnior (UFAM)

Elionor Farah Jreige Weffort (FECAP)

Gabriel Moreira Campos (UFES)

Guilherme Jonas Costa da Silva (UFU)

Henrique César Muzzio de Paiva Barroso (UFPE)

Jorge de Souza Bispo (UFBA)

Keysa Manuela Cunha de Mascena (UNIFOR)

Manuel Anibal Silva Portugal Vasconcelos Ferreira (UNINOVE)

Marcos Cohen (PUC-Rio)

Marcos Ferreira Santos (La Sabana, Colômbia)

Mariluce Paes-de-Souza (UNIR)

Minelle Enéas da Silva (La Rochelle, França)

Pedro Jácome de Moura Jr. (UFPB)

Rafael Fernandes de Mesquita (IFPI)

Rosimeire Pimentel (UFES)

Sonia Maria da Silva Gomes (UFBA)

Susana Jorge (UC, Portugal)

Thiago Henrique Moreira Goes (UFPR)

**CONSELHO EDITORIAL**

Ana Sílvia Rocha Ipiranga (UECE)

Conceição de Maria Pinheiro Barros (UFC)

Danielle Augusto Peres (UFC)

Diego de Queiroz Machado (UFC)

Editinete André da Rocha Garcia (UFC)

Emerson Luís Lemos Marinho (UFC)

Eveline Barbosa Silva Carvalho (UFC)

Fátima Regina Ney Matos (ISMT)

Mario Henrique Ogasavara (ESPM)

Paulo Rogério Faustino Matos (UFC)

Rodrigo Bandeira-de-Mello (FGV-EAESP)

Vasco Almeida (ISMT)

**CORPO EDITORIAL CIENTÍFICO**

Alexandre Reis Graeml (UTFPR)

Augusto Cezar de Aquino Cabral (UFC)

Denise Del Pra Netto Machado (FURB)

Ednilson Bernardes (Georgia Southern University)

Ely Laureano Paiva (FGV-EAESP)

Eugenio Ávila Pedrozo (UFRGS)

Francisco José da Costa (UFPB)

Isak Kruglianskas (FEA-USP)

José Antônio Puppim de Oliveira (UCL)

José Carlos Barbieri (FGV-EAESP)

José Carlos Lázaro da Silva Filho (UFC)

José Célio de Andrade (UFBA)

Luciana Marques Vieira (UNISINOS)

Luciano Barin-Cruz (HEC Montréal)

Luis Carlos Di Serio (FGV-EAESP)

Marcelle Colares Oliveira (UFC)

Maria Ceci Araujo Misoczky (UFRGS)

Mônica Cavalcanti Sá Abreu (UFC)

Mozar José de Brito (UFL)

Renata Giovinazzo Spers (FEA-USP)

Sandra Maria dos Santos (UFC)

Walter Bataglia (MACKENZIE)