

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A - FUCAPE ES

JOSÉ ÉLITON DOS SANTOS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NA PERSPECTIVA DO CONSELHO
DE ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS: avaliação
do colegiado, composição da estrutura e comitês financeiros.**

**VITÓRIA
2024**

JOSÉ ÉLITON DOS SANTOS

GOVERNANÇA CORPORATIVA NA PERSPECTIVA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS: avaliação do colegiado, composição da estrutura e comitês financeiros.

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape de Pesquisa e Ensino S/A- FUCAPE ES, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração — Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Poliano Bastos da Cruz

**VITÓRIA
2024**

JOSÉ ÉLITON DOS SANTOS

GOVERNANÇA CORPORATIVA NA PERSPECTIVA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS: avaliação do colegiado, composição da estrutura e comitês financeiros.

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – FUCAPE ES, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração — Nível Profissionalizante.

Aprovada em 16 de dezembro de 2024.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: POLIANO BASTOS DA CRUZ

Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof. Dr. PAULO VICTOR GOMES NOVAES

University of Technology Sydney

Prof. Dr. JORGE LUIZ DE SANTANA

Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof. Dr. VAGNER ANTÔNIO MARQUES

Universidade Federal do Espírito Santos

Prof. Dr. DANTE BAIARDO CAVALCANTE VIANA JÚNIOR

Universidade do Algarve

AGRADECIMENTOS

A Deus pelo dom da vida, pela saúde e sabedoria que me destes.

À minha família, em especial aos meus pais Domício e Nilza, pela criação, ensinamentos, incentivos e possibilidades de sempre continuar estudando.

À minha esposa Gilvânia, pelo companheirismo e paciência nestes dias em que estive ausente realizando esta tese.

Ao Instituto Federal de Alagoas – IFAL, pelo apoio financeiro, sem o qual este doutorado não seria possível.

Aos colegas de sala de aula pelo ambiente saudável e pelos dias em que compartilhamos ensinamentos, dificuldades e boas risadas.

A todos os professores da FUCAPE pelas excelentes aulas ministradas.

À banca de qualificação pelas excelentes contribuições.

Ao Professor Dr. Poliano Bastos da Cruz pela orientação, zelo e paciência nesta jornada.

Enfim, a todos que de alguma forma contribuíram para o desenvolvimento deste trabalho.

RESUMO

A presente tese está estruturada em três artigos. O artigo técnico presente no capítulo 2 apresenta uma estrutura de elaboração do processo de avaliação de desempenho dos conselhos de administração partindo do pressuposto que as empresas não são agentes isolados no mercado e podem definir a materialidade dos temas a partir da consulta de seus principais *stakeholders*. A pesquisa visa contribuir com as entidades na elaboração dos processos de avaliação dos conselhos e incentivar as empresas a considerarem importantes para o desempenho das empresas a eficiência dos conselhos de administração dado que estes devem estar comprometidos com a geração de valor e continuidade dos negócios. O segundo artigo presente no capítulo 3 utiliza a análise comparativa qualitativa para verificar quais combinações de características dos conselhos de administração contribuem ou não para o alto desempenho empresarial. Os resultados mostraram que não existem características isoladas dos conselhos de administração que causem altos (baixos) desempenhos, mas sim que existem várias combinações complexas que causam tanto o alto como o baixo desempenho. Assim, as evidências denotam que os conselhos devem ser moldados de acordo com as características das empresas e nem sempre precisam seguir padrões regulamentares rígidos, uma vez que certas características podem ao mesmo tempo serem importantes ou irrelevantes para o desempenho empresarial. O terceiro artigo presente no capítulo 4 analisa a relação do comitê financeiro com a eficiência dos investimentos. Os resultados mostraram que a existência de um comitê financeiro causa impacto direto na eficiência dos investimentos, além de maximizar a eficiência dos investimentos quando relacionado com características de governança corporativa. Assim, os resultados demonstram que é relevante a formação de comitês financeiros para a maximização da qualidade e adequação dos níveis dos investimentos.

Palavras-chave: Conselho de administração; Avaliação de desempenho; Desempenho empresarial; Comitê financeiro.

ABSTRACT

This thesis is structured into three articles. The technical article in chapter 2 presents a structure for developing the performance assessment process for boards of directors based on the assumption that companies are not isolated agents in the market and need to define the materiality of topics based on consultation with their main *stakeholders*. The research aims to contribute to entities in the development of board evaluation processes and encourage companies to consider the efficiency of boards of directors as important for company performance, given that they must be committed to generating value and business continuity. The second article in chapter 3 uses qualitative comparative analysis to verify which combinations of board characteristics contribute or not to high business performance. The results showed that there are no isolated characteristics of boards of directors that cause high (low) performance, but rather that there are several complex combinations that cause both high and low performance. Thus, the evidence shows that boards should be shaped according to the characteristics of companies and do not always need to follow strict regulatory standards, since certain characteristics can be important or irrelevant to business performance at the same time. The third article in chapter 4 analyzes the relationship between the financial committee and investment efficiency. The results showed that the existence of a financial committee has a direct impact on investment efficiency, in addition to maximizing investment efficiency when related to corporate governance characteristics. Thus, the results demonstrate that the formation of financial committees is relevant to maximize the quality and adequacy of investment levels.

Key-words: Board of directors; Performance evaluation; Business performance; Financial Committee.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO GERAL.....	11
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO: DIRETRIZES E COMPETÊNCIAS PARA AVALIAÇÃO DO COLEGIADO	
1 INTRODUÇÃO	16
2 DIAGNÓSTICO DA SITUAÇÃO NO MERCADO BRASILEIRO.....	20
3 ELABORAÇÃO DO PROCESSO DE AVALIAÇÃO	24
3.1 MATRIZ DE AVALIAÇÃO	24
3.2 DIRETRIZES, COMPETÊNCIAS E HABILIDADES PARA AVALIAÇÃO	26
3.3 DEFINIÇÃO DA MATERIALIDADE DOS TEMAS.....	29
3.3.1 Fluxograma da definição dos temas materiais	30
3.3.2 Exemplo prático	32
4 RECOMENDAÇÕES FINAIS	35
REFERÊNCIAS.....	36
APÊNDICE A - QUESITOS PARA DEFINIÇÃO DE TEMAS MATERIAIS.....	40
ANÁLISE CONFIGURACIONAL DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA: ESTRUTURAS IGUAIS, DESEMPENHOS DIFERENTES?	43
1 INTRODUÇÃO	44
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	49
2.1 PESQUISA EM GOVERNANÇA CORPORATIVA E ANÁLISE COMPARATIVA QUALITATIVA (QCA)	49
2.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO FINANCEIRO.....	52
2.2.1 Tamanho do conselho	52
2.2.2 Independência do conselho	53
2.2.3 Gênero dos conselheiros	54
2.2.4 Dualidade do CEO.....	55
2.2.5 Expertise financeira	56
2.3 TEORIA DA COMPLEXIDADE E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	57
3 METODOLOGIA	63
3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA.....	63
3.1.1 Fundamentação teórica da fsQCA	64
3.1.2 Justificativa para a escolha do método	64
3.2 AMOSTRA E DADOS	65
3.3 VARIÁVEIS DO ESTUDO	66
3.3.1 Medidas de desempenho financeiro	66
3.3.2 Variáveis de condições causais	67

3.4 CALIBRAÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	68
3.4.1 Processo geral de calibração	69
3.4.2 Calibração técnica das variáveis.....	70
3.5 PROCEDIMENTOS ANALÍTICOS	72
3.5.1 Análise de necessidade e suficiência	72
3.5.1.1 Identificação de condições necessárias.....	73
3.5.1.2 Identificação de condições suficientes	74
3.5.2 Construção da tabela de verdade.....	74
3.5.3 Minimização Boolean	75
3.5.4 Análise dos resultados.....	76
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	77
4.1 ANÁLISES DE SUFICIÊNCIA E NECESSIDADE	77
4.2 ANÁLISES DAS CONDIÇÕES NECESSÁRIAS	79
4.3 ANÁLISE DAS CONFIGURAÇÕES QUE PROVOCAM ALTO DESEMPENHO	80
4.3.1 Análise de sensibilidade dos resultados	85
4.3.2 Análise setorial.....	90
5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	92
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	97
REFERÊNCIAS.....	100
EFEITO DO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE GOVERNANÇA E EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS	112
1 INTRODUÇÃO	113
2 REVISÃO DE LITERATURA.....	118
2.1 ESTRUTURA DE GOVERNANÇA.....	118
2.2 EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS	121
2.3 COMITÊS FINANCEIROS, GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS	124
3 METODOLOGIA	130
3.1 AMOSTRA E DADOS	130
3.2 MODELOS ECONÔMICOS	131
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	133
3.3.1 Variáveis dependentes	133
3.3.2 Variáveis independentes.....	134
3.3.3 Variáveis de moderação	136
3.3.4 Variáveis de controle	137
4 ANÁLISES E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS	139

4.1 PRÁTICAS E FATORES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DA DIRETORIA	139
4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS	142
4.2.1 Estatística descritiva	143
4.2.2 Teste de diferença de médias	145
4.2.3 Análise da influência do comitê financeiro na relação entre a governança corporativa e a eficiência dos investimentos.	146
4.3 MEDIDA ALTERNATIVA DE EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS	154
4.4 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA INDEPENDÊNCIA DO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS	157
4.5 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESPECIFICIDADE DO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS	161
4.6 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DE CONSELHEIROS NO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS	164
4.7 SÍNTESE DOS RESULTADOS E VERIFICAÇÃO DAS HIPÓTESES	166
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	168
REFERÊNCIAS	173
CONCLUSÃO GERAL	182

Capítulo 1

INTRODUÇÃO GERAL

A governança corporativa pode ser compreendida como um conjunto de mecanismos que visa à geração de valor para as organizações, seus sócios e *stakeholders*, a partir do cumprimento de princípios, regras e processos que orientam a condução e o monitoramento das gestões empresariais (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2023). Dentro desse contexto, o conselho de administração desempenha um papel crucial, pois tem como principais funções a supervisão, o monitoramento e, mais recentemente, o assessoramento das gestões das entidades.

Nos últimos anos, diversos estudos analisaram os impactos do conselho de administração nas empresas (Huang & Teklay, 2021; Goel, 2022; Hamid & Purbawangsa, 2022; Pandey et al., 2023). Essas pesquisas investigam, principalmente, como diferentes aspectos do conselho – tais como sua composição, estrutura, avaliação e interação com o ambiente externo – influenciam fatores empresariais, como desempenho financeiro, nível de endividamento, qualidade da informação contábil, investimentos corporativos e práticas de Environmental, Social and Governance (ESG).

Dado o impacto direto do conselho de administração no sucesso ou insucesso das empresas, torna-se essencial a implementação de mecanismos de avaliação e acompanhamento da sua performance (Sobhan & Adegbite, 2021; Booth & Nordberg, 2021; Hlobo et al., 2022). Reconhecendo essa necessidade, o artigo tecnológico

desenvolvido no Capítulo 2 desta tese propõe um modelo de avaliação de desempenho para os conselhos de administração, fundamentado em fatores apontados por estudos científicos e análises de mercado como essenciais para a eficiência desses órgãos.

No Brasil, a avaliação formal do conselho de administração ainda não é obrigatória e, muitas vezes, não é percebida como uma necessidade pelas empresas, resultando em um cenário de grande limitação nessa prática. Dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) indicam que, em 2018, apenas 36,62% das empresas de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) possuíam mecanismos formais de avaliação do conselho. Esse número cresceu para 41,83% em 2022, evidenciando um avanço modesto diante da importância estratégica dessa prática. Entre as principais razões apontadas pelas empresas para a ausência de uma avaliação estruturada estão o alto custo e a complexidade do processo de elaboração (ICBGC, 2023).

A proposta apresentada no artigo tecnológico parte do princípio de que as empresas não operam de forma isolada, mas sim como estruturas interconectadas que mantêm relações constantes com diferentes *stakeholders*. Com base nessa perspectiva, o modelo sugerido busca engajar esses grupos na definição dos critérios de avaliação dos conselhos de administração. O processo se inicia com a elaboração de uma matriz de materialidade, na qual os temas considerados relevantes pelos *stakeholders* são identificados e hierarquizados. A partir dessa matriz, as empresas podem desenvolver avaliações ponderadas, atribuindo escores de acordo com a importância de cada tema para os diferentes públicos envolvidos.

Além de aumentar a legitimidade e eficácia da avaliação, essa abordagem reduz os desafios frequentemente mencionados pelas empresas, como o custo

elevado e a dificuldade metodológica. Com um processo de avaliação mais acessível e participativo, as empresas podem garantir que seus conselhos de administração sejam continuamente aprimorados, maximizando sua contribuição para a governança corporativa.

A estrutura e a composição dos conselhos de administração, discutidas no Capítulo 2, são amplamente reconhecidas como elementos essenciais no processo de governança corporativa e constituem um dos temas mais estudados na literatura sobre o assunto (Uribe-Bohorquez et al., 2018; Garcia Ramos & Diaz, 2021; Song et al., 2023). A pesquisa nessa área tem se concentrado na análise de como a configuração dos conselhos impacta diferentes aspectos da gestão empresarial, como eficiência operacional, inovação, transparência e tomada de decisão estratégica.

Entretanto, há divergências nos resultados encontrados, o que levanta questionamentos sobre a existência de um modelo único e universalmente eficaz para a composição dos conselhos. Estudos indicam que fatores como ambiente institucional, características das amostras, qualidade da governança e diferentes técnicas estatísticas utilizadas podem influenciar as conclusões obtidas (García-Ramos et al., 2017; Hassan & Halbouni, 2018; Mansour et al., 2022).

Para aprofundar essa discussão, o Capítulo 3 desta tese utiliza a técnica de Análise Qualitativa Comparativa (QCA) para identificar as configurações dos conselhos de administração que promovem altos e baixos desempenhos financeiros nas empresas brasileiras listadas na B3. Essa metodologia combina abordagens qualitativas e quantitativas para examinar relações causais complexas e interdependentes, permitindo uma análise mais robusta do impacto da estrutura dos conselhos na performance empresarial.

A técnica QCA parte do pressuposto de que múltiplas combinações de fatores podem levar a um mesmo resultado (Fiss, 2011; Misangyi & Acharya, 2014). Aplicada ao estudo dos conselhos de administração, essa abordagem se fundamenta na Teoria da Complexidade, que considera que diferentes características dos conselhos e das empresas interagem de forma dinâmica para determinar o nível de desempenho organizacional.

Os resultados identificaram 131 combinações distintas de características dos conselhos e das empresas que influenciam o desempenho financeiro. A análise utilizou seis variáveis relacionadas à estrutura dos conselhos, três características empresariais e três métricas de desempenho, calibradas por meio do método de conjuntos Fuzzy. Esse método verifica se determinadas configurações pertencem a categorias de alto ou baixo desempenho. Além disso, foram aplicados testes de robustez, incluindo calibrações alternativas e análises estratificadas por setor, para garantir que os resultados não fossem distorcidos por vieses específicos.

Os achados sugerem que não existe uma única configuração ideal para a composição dos conselhos, mas sim que sua estrutura deve ser ajustada às particularidades de cada empresa. Modelos padronizados baseados exclusivamente em códigos de boas práticas ou exigências regulatórias podem não ser suficientes para garantir a eficácia da governança.

Outro aspecto relevante da governança corporativa é a capacidade dos conselhos de assessorar a gestão nas decisões estratégicas. Nesse sentido, o Capítulo 4 desta tese explora a influência do comitê financeiro na relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos investimentos corporativos.

Estudos anteriores apresentam resultados contraditórios sobre o impacto do comitê financeiro na eficiência dos investimentos. Por exemplo, Basu e Lee (2022) não encontraram uma relação estatisticamente significativa entre a existência desse comitê e a alocação eficiente de capital. No entanto, há um consenso na literatura de que o comitê financeiro é uma ferramenta essencial para aprimorar a governança corporativa e minimizar riscos estratégicos (Eulaiwi et al., 2020; Al-Hadi et al., 2020; Al-Dhamari et al., 2023).

Os resultados desta pesquisa demonstram que a presença do comitê financeiro suaviza os desvios do nível ideal de investimentos e maximiza a utilização eficiente dos recursos disponíveis. Além disso, características como independência dos membros, nível de especialização e participação ativa dos conselheiros foram fatores determinantes para a influência positiva desses comitês na tomada de decisão.

A tese apresenta contribuições significativas para a governança corporativa ao demonstrar que a avaliação dos conselhos pode ser implementada de forma acessível e eficaz, minimizando custos e aumentando sua aplicabilidade no contexto brasileiro, além de demonstrar que a estrutura dos conselhos deve ser personalizada, pois diferentes configurações podem impactar o desempenho de formas variadas. Noutro ponto, a pesquisa contribui ao evidenciar que a presença de um comitê financeiro robusto sinaliza para o mercado um compromisso com a alocação eficiente de capital e a qualidade da governança corporativa. A pesquisa, portanto, reforça a necessidade de um modelo de governança flexível e adaptável, capaz de gerar valor para as empresas e seus *stakeholders* de maneira estratégica e sustentável.

Capítulo 2

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO: DIRETRIZES E COMPETÊNCIAS PARA AVALIAÇÃO DO COLEGIADO

RESUMO

O presente manuscrito técnico tem como objetivo apresentar uma proposta de processo de avaliação de conselhos de administração baseada em diretrizes, competências e habilidades atuais a partir da definição de temas materiais pelas partes relacionadas das empresas. A verificação do problema surge a partir de dados recentes sobre o processo de avaliação de desempenho dos conselhos que apontam que uma das principais razões para a falta de processos formais nas empresas é a dificuldade com o processo de elaboração. Desta forma, este artigo pretende auxiliar às organizações na definição de temas materiais para a avaliação dos conselhos através de um processo simples e de baixo custo. Como recomendação, sugere-se que as organizações elaborem um processo de avaliação de desempenho dos colegiados levando em consideração diretrizes e competências definidas como relevantes pelas partes interessadas das organizações, uma vez que as organizações possuem relações com o meio externo que precisam ser levadas em consideração na definição dos temas materiais para a avaliação. A pesquisa visa contribuir com as entidades na elaboração dos processos de avaliação dos conselhos e incentivar as empresas a considerarem importantes para o desempenho das empresas a eficiência dos conselhos de administração dado que estes devem estar comprometidos com a geração de valor e continuidade dos negócios.

Palavras-chave: Avaliação; Conselho de administração; Diretrizes; Competências.

1 INTRODUÇÃO

Segundo o *Board Directors Institute* (BDI, 2021), os conselhos de administração são formados geralmente para atender a necessidades das organizações e por este motivo cada vez mais tem se cobrado a efetividade do funcionamento destes. Neste sentido, é necessário observar como eles se comunicam com os *stakeholders*, como se antecipam aos riscos, como realizam a gestão de crises e principalmente como atuam para garantir a preservação de valor das firmas e como se comportam frente à demanda por crescimento sustentável em ambientes incertos e em constantes mudanças (BDI, 2021).

Diante da relevância da atuação dos conselhos para as organizações, a avaliação de seu desempenho tem sido amplamente debatida. Esse processo abrange não apenas o colegiado como um todo, mas também seus comitês, os conselheiros individualmente e a presidência do conselho. A avaliação tem como objetivo aprimorar as atividades do conselho por meio da profissionalização e da promoção da diversidade, tornando-o mais eficiente e alinhado às melhores práticas de governança corporativa. Além disso, busca-se consolidar a avaliação como um instrumento capaz de captar as preocupações dos *stakeholders* e atender às expectativas geradas a partir do conhecimento dos processos avaliativos (KPMG, 2020).

As pesquisas científicas (e.g., Sobhan & Adegbite, 2021; Booth & Nordberg, 2021; Hlobo et al., 2022) têm demonstrado que a preocupação com a avaliação dos conselhos de administração é pauta recente e importante no mundo empresarial. Segundo pesquisa realizada pelo *Board Leadership Center* da KPMG e pelo ACI

Institute com conselheiros e diretores de 46 países, 87% dos respondentes do mundo e 95% dos brasileiros disseram que avaliar o conselho de administração é importante, pois por meio deste processo é possível interligar habilidades e experiências. No entanto, segundo estudo realizado pela Consultoria Korn Ferry (2018), em 2017 o percentual de conselhos avaliados era de apenas 42% da amostra, sendo este o menor número da série história iniciada em 2013.

Outro estudo realizado pela *Global Network of Directors Institute* (GNDI) em 2018, que contou com 165 conselheiros brasileiros, apontou que 52% das avaliações são realizadas de maneira informal e apenas 20% dos respondentes mencionaram processos de avaliações formais. Isso demonstra que as organizações que avaliam seus conselhos de administração geralmente o fazem sem a devida estruturação do processo avaliativo. Ainda de acordo com a GNDI (2018), a forma mais convencional (48% dos respondentes) de se realizar a avaliação é a avaliação do conselho como colegiado.

Dados do Informe do Código de Governança (ICBGC) mostram que no Brasil entre 2019 e 2023 três das principais explicações das empresas para a não avaliação formal do conselho são: (i) o custo-benefício; (ii) a dificuldade na elaboração; (iii) e a não obrigatoriedade legal. Contudo, a avaliação de desempenho do conselho é vista como uma boa prática de governança corporativa que busca melhorar o *compliance* das organizações (Booth & Nordberg, 2021; Hlobo et al., 2022), principalmente devido aos riscos e demandas atuais que as organizações enfrentam.

Outros fatores são apontados para justificar a ausência de avaliação dos conselhos de administração em muitas empresas. Primeiramente, há uma resistência cultural, na qual conselheiros veem a avaliação como uma crítica pessoal, e não como

um instrumento de melhoria contínua. Além disso, a falta de métricas objetivas e metodologias padronizadas dificulta a implementação de processos avaliativos eficazes. Outro obstáculo é o receio de exposição de fragilidades internas, o que pode comprometer a reputação da organização. Muitas empresas também priorizam aspectos operacionais e financeiros, relegando a governança corporativa a um segundo plano. A baixa maturidade do conselho e a falta de exigências regulatórias em determinados mercados reduzem a percepção da necessidade desse processo. Além disso, a ausência de pressão por parte dos *stakeholders* e investidores contribui para a inércia na adoção de práticas avaliativas estruturadas.

Assim, nós propomos um modelo de definição de métricas para avaliação dos conselhos de administração baseado em diretrizes, competências e habilidades materiais alinhadas com aspectos atuais de governança. Fatores como riscos, práticas ESG, diversidade e composição, utilização de ferramentas tecnológicas e alinhamento da estratégia empresarial são pontos essenciais para garantir a geração de valor sustentável a longo prazo, e assim garantir a longevidade das empresas. Existem evidências científicas que sustentam a ideia de que os processos de avaliação dos conselhos aumentam a eficiência destes. Desse modo, a avaliação é vista como uma atividade de desenvolvimento do conselho e que impacta na eficácia de suas atividades (Minichilli et al., 2009; Pugliese & Wenstop, 2007; Nielsen & Huse, 2010).

O ICBGC aponta que uma das principais razões para a falta de processos formais nas empresas é a dificuldade com o processo de elaboração e sua condução. Isso advém do fato de que a mensuração do desempenho passa pela importância de se definir com exatidão aquilo que se pretende avaliar (Robbins, 1978). Uma vez que

a definição do objeto a ser avaliado deve ser plausível com a capacidade das organizações controlarem aquilo que se pretende avaliar, visto que não é possível avaliar o que não se conhece.

A avaliação do conselho de administração é essencial para fortalecer a governança corporativa e aprimorar a eficácia organizacional. Esse processo permite identificar pontos fortes e áreas de melhoria, assegurando que o conselho atue de forma alinhada às melhores práticas e aos interesses dos *stakeholders*. A avaliação contribui para a transparência, aumentando a confiança de investidores e demais partes interessadas. Além disso, promove a profissionalização e a diversidade no conselho, fatores que estão diretamente relacionados à inovação e à tomada de decisões mais assertivas.

Assim, a nossa proposta de elaboração do processo de avaliação de conselhos de administração se diferencia dos modelos existentes pois busca promover a avaliação a partir da definição daquilo que de fato interessa para a empresa e pode contribuir para a geração de valor. Além disso, a nossa proposta pretende contribuir com as empresas ao mitigar possíveis gargalos no processo avaliativo de temas que são irrelevantes e desgastantes para o processo de avaliação. Esperamos, assim que as empresas consigam realizar o processo de avaliação dos conselhos sem se preocuparem com o fato dos resultados não refletirem a atual posição do conselho de administração nas tomadas de decisões.

Dessa forma, a proposta apresentada baseia-se em um modelo racional simplificado, de baixo custo, mas com alta eficiência. O processo é estruturado a partir de uma metodologia formal de avaliação dos conselhos de administração, promovendo e incentivando sua adoção em empresas que ainda não utilizam

ferramentas específicas para esse fim. A premissa fundamental é que o desempenho organizacional está diretamente atrelado à eficácia dos conselhos, cuja principal função é monitorar e supervisionar a gestão. Dessa maneira, sua atuação influencia diretamente a geração de valor e a sustentabilidade dos negócios no longo prazo.

2 DIAGNÓSTICO DA SITUAÇÃO NO MERCADO BRASILEIRO

Existem no mercado brasileiro normas que orientam que determinados grupos de empresas são obrigadas a realizarem a avaliação de seus conselhos de administração. A lei 13.303/16, a resolução CVM 80/22 e o Regulamento do Novo Mercado [B3], por exemplo, orientam que empresas específicas devem possuir um processo de avaliação do conselho, das diretorias e dos comitês, que devem ser realizadas em todo o órgão, individualmente, da presidência e das secretarias de governança.

Neste contexto, embora não seja obrigatório para a maioria das empresas brasileiras, às empresas públicas e às sociedades de economia mista dos três poderes, são obrigadas a realizarem a avaliação formal pela Lei 13.303/16. A lei exige em seu art. 13, inciso III, que deve haver avaliação de desempenho, individual e coletiva, de periodicidade anual, dos administradores e dos membros de comitês.

É importante destacar que a resolução CVM 80/22 que se aplica às companhias de capital aberto categoria “A” orienta em seu princípio 2.4 que o conselho de administração deve estabelecer mecanismos de avaliação periódica de desempenho que contribuam para sua efetividade e para o aperfeiçoamento da governança da companhia. O Regulamento do Novo Mercado da B3 orienta que as empresas devem

estruturar e divulgar um processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria, sendo realizada pelo menos uma vez ao longo do mandato.

No entanto, os dados do cenário brasileiro mostram que há baixa adesão aos processos formais de avaliação dos conselhos. A pesquisa científica de Brugni et al., (2018) identificou que entre 2009 e 2013 em média apenas 28% das empresas brasileiras de capital aberto possuíam processos formais de avaliação de desempenho do conselho de administração. Em dados mostrados pela Consultoria Korn Ferry, em 2017 o percentual de conselhos avaliados no Brasil era de apenas 42%. Já pesquisa conduzida pelo GNDI (2018) identificou que 52% das avaliações feitas no Brasil ocorrem de maneira informal.

Mais recentemente, dados apresentados no Informe do Código de Governança (ICBGC) da CVM mostram que no Brasil entre 2018 e 2022 o número de empresas que prestam as informações requisitadas pela Resolução CVM nº 80 tem aumentado. No entanto, o número de empresas que possuem avaliações anuais dos conselhos de administração e dos conselheiros tem sido menor que o número daquelas que não possuem tais avaliações ou cumprem parcialmente a obrigação. A tabela a seguir mostra os números das avaliações nos últimos anos.

TABELA 1: AVALIAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DOS CONSELHEIROS										
ATENDIMENTO	2018	%	2019	%	2020	%	2021	%	2022	%
SIM	39	33,62%	68	18,63%	87	23,32%	136	31,48%	180	41,38%
PARCIALMENTE	24	20,69%	71	19,45%	74	19,84%	89	20,60%	101	23,22%
NÃO	53	45,69%	226	61,92%	212	56,84%	207	47,92%	154	35,40%
TOTAL	116		365		373		432		435	

Fonte: CVM.

Podemos ver que as empresas possuem a prerrogativa de realizarem ou não o processo, a não ser que o segmento de listagem exija. Contudo, observa-se, que há

uma tendência de crescimento dos processos de avaliação nos últimos dois anos. No entanto, a falta de processo de avaliação pode decorrer de diversos motivos, que vão desde o alto custo e as dificuldades no processo de elaboração e implementação à falta de interesse por parte das empresas.

Ainda é provável que falte conhecimento sobre o processo de avaliação dos conselhos de administração e que as empresas não conheçam os benefícios do processo para a organização, principalmente os relacionados com a avaliação do conselho de maneira ampla. A Tabela 2 nos mostra algumas das explicações dadas por empresas que não possuem processo formal de avaliação do conselho.

Ainda que a avaliação de conselhos não seja amplamente praticada, no Brasil existem organizações que elaboram manuais e textos técnicos que orientam a avaliação dos conselhos de administração. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), é um exemplo disto, que dentre outros materiais elabora o Código Brasileiro de Governança Corporativa, o manual Avaliação de Conselhos: Recomendações práticas, e o documento Avaliação do CA no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC). Além do IBGC, empresas especializadas em consultorias de recrutamento e seleção de conselheiros e empresas de auditoria também promovem iniciativas relacionadas a *assessment* de conselhos de administração.

TABELA 2: EXPLICAÇÃO PARA NÃO IMPLEMENTAÇÃO FORMAL DA AVALIAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

EMPRESA	ANO	EXPLICAÇÃO
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	2020	A companhia ainda não implementou um processo anual de avaliação do desempenho do Conselho de Administração e demais comitês, porém entende a importância do assunto

SANSUY INDUSTRIA PLASTICOS	S.A. DE	2020	A Companhia não possui processo anual formal de avaliação do conselho de administração, sendo prática da Companhia avaliar a experiência exigida para a função.
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.		2020	A Companhia não implementou tal medida e não consta em seu estatuto social tais medidas de avaliação de desempenho do Conselho de Administração e de seus Comitês.
ENERGISA/AS		2021	A Companhia não tem a intenção de adotar processo formal de avaliação de desempenho do Conselho de Administração pois entende que como o Conselho de Administração não é um órgão executivo e, nos termos da Lei das S.A., compete à assembleia geral de acionistas eleger os conselheiros de administração, e a estes, a sua avaliação e eventual destituição ou recondução ao cargo.
STATKRAFT ENERGIAS RENOVAVEIS S.A.		2021	A Companhia não entende como necessária a implementação destes mecanismos.
CONPEL NORDESTINA PAPER	CIA	2021	A companhia entende que deve atender este requisito, estamos levantando os custos para implementação
CAMBUCI S/A		2021	Considerando que não há a obrigatoriedade de implementação das práticas aqui relacionadas, seja nos termos da Lei nº 6.404/76 ou das normas da CVM, a Companhia opta por não as adotar neste momento, sobretudo em razão dos custos envolvidos para sua implementação. A Cambuci segue as Leis vigentes no país, e adota as práticas de gestão que no seu entender proporcionam uma adequada relação custo-benefício para seus acionistas.
DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.		2022	A Companhia está avaliando a possibilidade de adotar anualmente a prática de avaliação de desempenho do conselho de administração, em conformidade com as práticas recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa.
BIOMM S.A.		2022	A Companhia entende que, tendo em vista o seu porte, esses processos de avaliação anual de desempenho do Conselho de Administração e de seus comitês, como órgãos colegiados, do presidente do Conselho de Administração, dos conselheiros, individualmente considerados, bem como a existência de uma secretaria de governança, não são aplicáveis à sua realidade
QUALICORP CONSULTORIA CORRETORA SEGUROS S.A.	E DE	2022	Não há uma política formal de avaliação de desempenho dos membros do Conselho de Administração, de modo que não há metodologia e critérios prévia e objetivamente estabelecidos.

Fonte: CVM

Um ponto importante, é que a maioria das proposições de avaliação utilizadas especificam os pontos a serem avaliados de forma genérica sem levar em consideração os diversos aspectos inerentes a cada tipo de empresa. Além disso, os

processos existentes são adequados ao uso por parte de agentes externos, o que resulta em custos adicionais para as empresas. Diferente deste cenário, a nossa proposta parte da definição de temas materiais após consultas aos principais *stakeholders* das empresas e pode ser conduzido pela gestão da empresa com baixo custo de implementação.

3. ELABORAÇÃO DO PROCESSO DE AVALIAÇÃO

A nossa proposta é fundamentada em uma matriz de avaliação baseada nas principais diretrizes, competências e habilidades que se devem ser levadas em consideração no processo de avaliação de desempenho dos conselhos. Traçamos um processo cíclico que deve ser retroalimentado no processo de avaliação que utiliza características dos conselhos discutidas nos trabalhos científicos, consultorias especializadas, firmas de auditoria e pesquisas realizadas por entidades que analisam estruturas e avaliações de conselhos de administração.

3.1 MATRIZ DE AVALIAÇÃO

A estrutura avaliativa adotada permite que a avaliação do conselho seja utilizada como um guia que direciona quais dados coletar e como proceder com a coleta, tanto para uma avaliação interna como externa (Nordberg & Booth, 2018). Esta estrutura funciona proporciona o refinamento de aspectos científicos que tratam dos benefícios e limitações do processo de avaliação e ajuda a identificar os pontos que agregam valor na avaliação e os pontos de resistência. O Quadro 1 sintetiza os pontos de avaliação proposta neste manuscrito técnico.

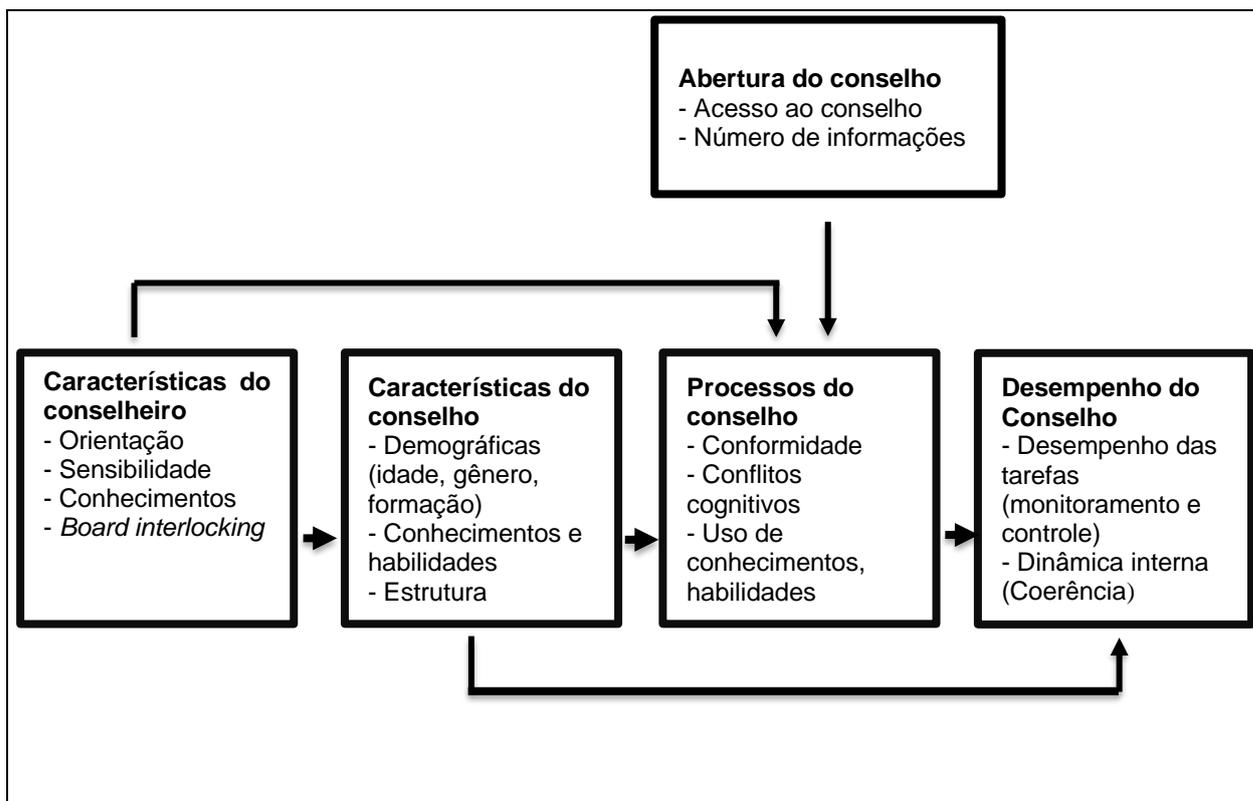


Figura 1: Pontos de avaliação

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de adaptações de Nordberg e Booth (2018)

O processo de avaliação do colegiado deve ser pautado em postulados que reflitam as características de todo o conselho. Inicialmente é necessário verificarmos as principais características dos conselheiros que compõem o colegiado para então somente poder fazer inferências sobre os processos desenvolvidos nos conselhos. A partir daí, a análise de características do conselho como aspectos demográficos, conhecimentos, habilidades e a estrutura podem auxiliar o processo de avaliação. Na sequência, partimos para a avaliação dos resultados com base no desempenho das tarefas e na dinâmica interna do conselho. Ressalva seja feita, a quantidade de informações disponíveis dos processos nos conselhos é fundamental para a correta avaliação dos mesmos, dado que a transparência das informações permite a realização de análises mais profundas e robustas.

3.2 DIRETRIZES, COMPETÊNCIAS E HABILIDADES PARA AVALIAÇÃO

Evidências científicas nos mostram que composição dos conselhos influencia em diversos fatores empresariais, dentre eles o desempenho, o endividamento, a qualidade da informação contábil e o retorno das ações. Dessa forma, aspectos como o tamanho do conselho, a independência, a diversidade de gênero e a dualidade do CEO devem ser considerados para a formação do conselho. Quanto às práticas ESG, é fundamental para as organizações o conhecimento e desenvolvimento das melhores práticas de preservação ao meio ambiente de modo a garantir a geração de fluxo de caixa futuro, de práticas que promovam o engajamento social dos *stakeholders* e de práticas de governança que promovam diversidade, inclusão e equidade que gerem valor para as empresas.

As normas CBPS 01 (Requisitos Gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade) e CBPS 02 (Divulgações Relacionadas ao Clima) enfatizam que os usuários da informação contábil entendam os procedimentos e processos utilizados pela governança. Este, podem ser representados pela atuação do conselho ao monitorar, gerir e supervisionar os riscos e as oportunidades referentes à sustentabilidade e ao clima, respectivamente. Assim, espera-se que no processo de avaliação do conselho seja verificado se as informações referentes à sustentabilidade e ao clima que impactam nas finanças estão sujeitas à supervisão do conselho ou de algum comitê específico.

Quanto ao desempenho dos conselhos, as habilidades e conhecimentos devem ser levados em consideração. O fato dos conselheiros conhecerem o negócio e possuírem habilidades na área pode garantir que as empresas não se afastem das

suas estratégias e construam valor a partir da *expertise* do colegiado. Assim, a formulação de estratégia levará em consideração os riscos inerentes à atividade ou ao setor. Para que isto ocorra, o colegiado deve discutir e apresentar *insights* para a efetividade da gestão dos riscos estratégicos (matriz de riscos) para não se destruir valor das organizações.

Paralelo a isso, a tecnologia é atualmente um dos fatores mais relacionados com geração de valor superior nas organizações. Os conselheiros devem estar atualizados tecnologicamente, para que sejam capazes de maximizar o poder de inovação das organizações. No contexto tecnológico relacionado com a segurança e avaliação de riscos, a cibersegurança torna-se essencial para a que a proteção de dados e a integridade das informações sejam elementos norteadores da boa governança. Paralelo a isto, a agenda ESG da empresa é influenciada por questões tecnológicas uma vez que a reputação e a confiança das empresas podem impactar na sustentabilidade, bem como questões relacionadas aos investimentos e a conformidade estão ligadas à segurança das informações bem como podem impactar a avaliação das práticas ESG das organizações.

Outro fator preponderante na formação dos conselhos é a forma como este enxerga e se relaciona com o meio externo. É essencial que o colegiado possua competências que permitam um relacionamento saudável com os *stakeholders* das organizações, uma vez que eles possuem a capacidade de interferir na estratégia e na criação de valor das empresas. Por isso é necessário um acompanhamento próximo destes agentes.

Além disso, as responsabilidades dos conselheiros devem ser pautadas na avaliação para verificação do correto desempenho de suas funções. A avaliação deve

também verificar a efetividade de participações nas reuniões e o engajamento de todos os membros nas discussões que geram valor para a empresa e que garantem o alinhamento das atividades empresariais com a estratégia definida. O Quadro a seguir elenca os principais pontos sugeridos para serem analisados em um processo de avaliação de colegiados nos conselhos de administração após a definição de materialidade de cada um deles.

Diretrizes	Competências/características	Habilidades e ou/ situações a verificar
Composição	Tamanho ideal e independência do conselho; diversidade de gênero; separação entre funções (dualidade do CEO).	Verificação do alinhamento da composição do conselho com a estratégia da empresa, avaliando a rotatividade e a pluralidade do mesmo.
ESG	Engajamento e conhecimento das práticas ESG na organização	Verificação da importância e obrigatoriedade de práticas ambientais, sociais e de governança por parte do conselho de administração
Habilidades / conhecimentos	Adequação da formação / experiência dos conselheiros	Verificação da formação acadêmica e/ou experiência profissional e financeira alinhadas ao negócio da organização ou setor.
Gestão de riscos e estratégia	Conhecimentos, habilidades e proatividade para riscos	Alinhamento do conselho com a prevenção e gestão de riscos que o negócio possa passar, antecipando quando possível situações que destruam valor e que não garantam a continuidade da organização.
Consciência digital e inovação	Conhecimento e habilidades com ferramentas tecnológicas.	Alinhamento do conselho com as novas tecnologias da informação, bem como com o grau de confiabilidade e usabilidade de ferramentas como <i>big data</i> , internet das coisas e teleconferências que promovem inovações nas organizações.
Partes relacionadas	Relacionamento com as partes relacionadas.	Verificação do engajamento e proatividade do conselho em se envolver com questões relacionadas com acionistas, investidores, clientes e demais <i>stakeholders</i> .
Responsabilidade e eficácia	Atribuições, funções e eficácia	Verificação da efetividade do conselhos através do monitoramento das atribuições, funções, participações em reuniões, remuneração e acesso a informações.

Avaliação de desempenho	Processos de avaliação	Verificação da existência de processos de avaliação de desempenho de todas as instâncias do conselho e comprometimento das partes envolvidas na avaliação.
--------------------------------	------------------------	--

Figura 2: Diretrizes, competências e habilidades para análise

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3 DEFINIÇÃO DA MATERIALIDADE DOS TEMAS

A avaliação do conselho deve ser orientada pela materialidade dos temas a serem avaliados. Segundo o *Global Reporting Initiative* (GRI, 2021), temas materiais são aqueles que refletem em impactos econômicos, ambientais e sociais de maneira significativa na organização, incluindo ainda os impactos nos direitos humanos. De acordo com o *International Integrated Reporting Council* (IIRC, 2013), a interpretação do termo materialidade pode variar de acordo com o propósito de divulgação. Assim, as empresas podem avaliar o que irão relatar de acordo com suas próprias questões, como setor de atuação, perspectiva dos *stakeholders*, desde que tais questões tenham a capacidade de gerar valor no curto, médio ou longo prazo.

A definição de temas materiais é essencial para a governança corporativa, pois direciona a estratégia e a tomada de decisões com foco nos aspectos mais relevantes para a sustentabilidade e o desempenho organizacional. Isso permite maior transparência, mitigação de riscos e alinhamento com as expectativas de *stakeholders*. Além disso, fortalece a resiliência da empresa diante de desafios regulatórios e reputacionais, garantindo conformidade com boas práticas de mercado. Dessa forma, a materialidade ponderadas dos temas contribui para uma governança mais eficaz, impulsionando a competitividade e a perenidade do negócio.

Por isso, nosso processo de avaliação dos conselhos proposto depende de situações e condições específicas de cada empresa. Com efeito, o setor de atuação, a estratégia, os riscos envolvidos no negócio e o porte da empresa, por exemplo, são fatores que moldaram de forma diferente a construção do modelo de avaliação dos conselhos. Dessa forma, as perspectivas dos *stakeholders* internos e externos são relevante para definirmos o grau de importância que os temas possuem para a avaliação do conselho.

3.3.1 FLUXOGRAMA DA DEFINIÇÃO DOS TEMAS MATERIAIS

A fase de planejamento e consulta aos *stakeholders* devem ser realizada seguindo um fluxograma de atividades que permita às empresas acompanharem e realizarem modificações na estrutura de definição dos pesos dos temas materiais. Inicialmente a gestão da empresa deve sensibilizar a equipe para a elaboração e condução do processo de avaliação do conselho definindo os temas materiais preliminares e os quesitos que devem servir para formulação dos pesos de cada tema.

Após esta fase preliminar, a equipe responsável pelo processo deve fazer o contato inicial com todos os *stakeholders* que serão consultados e ponderados de acordo com a importância e quantidade que possuem na organização, e em seguida enviar o questionário com os temas que serão abordados na pesquisa com as partes envolvidas. Durante a execução do processo, a equipe deve fazer o acompanhamento das devolutivas e contatos com as partes que porventura estejam demorando para responder. Ao final, deve-se proceder com a tabulação, análise e ponderação dos pontos avaliados pelos *stakeholders* internos e externos. Os passos descritos a seguir podem servir de fluxo de atividades no processo.

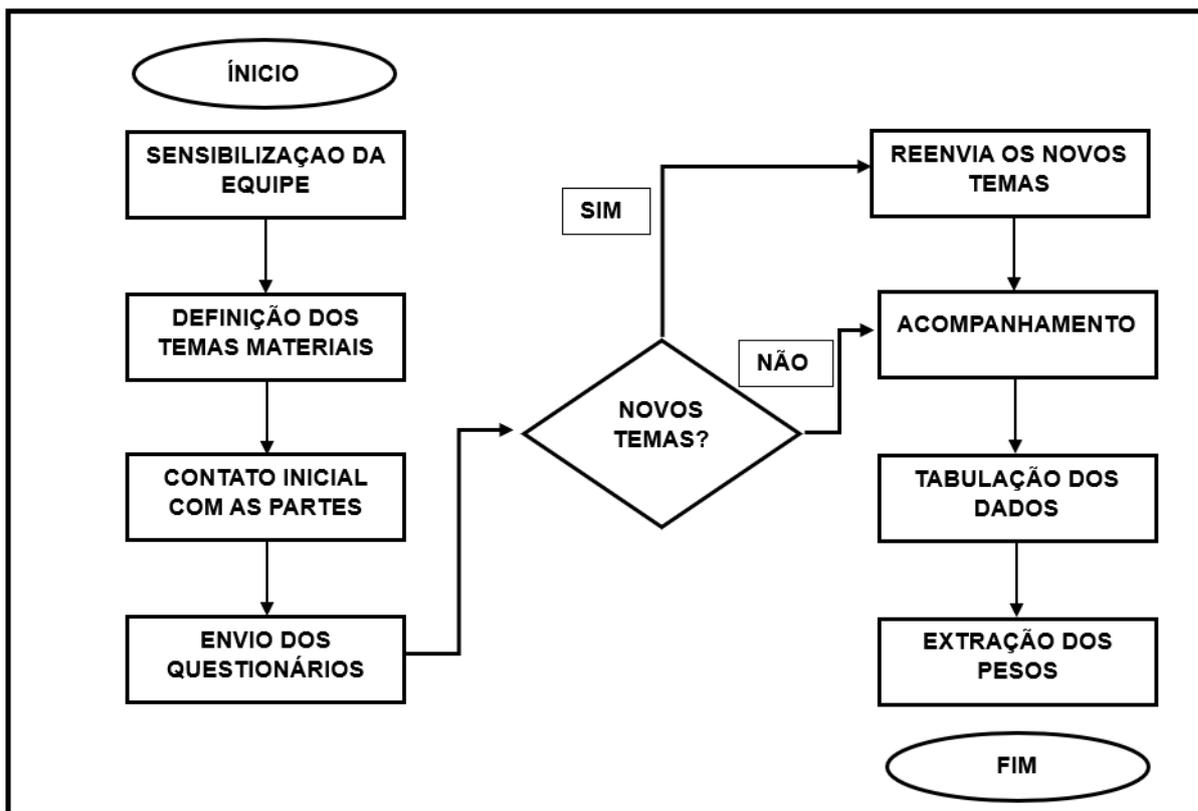


Figura 3: Fluxograma do processo de definição dos temas materiais
Nota: elaborado pelo autor

Na matriz de materialidade do GRI (*Global Reporting Initiative*), os componentes balizadores dos temas materiais são definidos a partir da identificação de tópicos, avaliação da relevância e priorização dos tópicos. Seguindo a matriz do GRI, o fluxograma descrito acima leva em consideração a orientação para temas materiais em que são abordados o contexto da organização, os impactos reais e potenciais, a importância dos impactos e a priorização daqueles temas mais significativos. Espera-se que ao final do processo as empresas tenham recebido devolutivas suficientes para entender quais temas são considerados relevantes pelos seus principais parceiros e pela própria gestão.

Ao final, deve ocorrer o processo de validação do método. A validação do processo de avaliação dos conselhos de administração deve assegurar sua

objetividade, confiabilidade e alinhamento com as melhores práticas de governança. Esse processo envolve pelo menos cinco etapas principais: (i) definição de critérios e indicadores baseados em benchmarks e normas regulatórias; (ii) engajamento das partes interessadas para garantir adesão e compreensão do processo; (iii) aplicação da avaliação por meio de métodos quantitativos e qualitativos, assegurando imparcialidade; (iv) análise dos resultados para identificar gaps e oportunidades de melhoria; e (v) implementação de melhorias com monitoramento contínuo. Esse ciclo permite aprimorar a eficácia do conselho, fortalecendo sua atuação estratégica e a sustentabilidade da organização.

3.3.2 EXEMPLO PRÁTICO

A empresa fictícia iniciou o processo de consulta sobre a materialidade dos temas para a avaliação do conselho de administração. Inicialmente, a empresa sugeriu como temas relevantes para consulta aos seus *stakeholders* os temas destacados no Quadro 4. Os quesitos de avaliação da materialidade são enviados aos *stakeholders* por meio de um questionário¹ e serão tabuladas em uma planilha de dados.²

A matriz de materialidade dos temas a serem considerados na avaliação do conselho de administração é definida a partir de 58 quesitos (em apêndice) que abordam as diretrizes elencadas no Quadro 2. A mensuração de importância dos temas é escalonada entre 1 e 5, em que 1 representa não importante, 2 equivale a

¹ Modelo disponível em: <https://forms.gle/rqvNWDpWqSSqMkFeA>

² Modelo Disponível em: <https://encurtador.com.br/avJL6>

pouco importante, 3 equivale a importante, 4 equivale a muito importante e 5 equivale a extremamente importante. Os resultados são obtidos por meio da média simples atribuída por cada parte interessada consultada e ponderada pelo grau de importância que estas partes possuem em impactar a empresa. A empresa obteve 38 respostas e os dados das médias (escores) são apresentados no Figura 4.

Escores	EST	ESG	HAB	GRE	INOV	PR	RESP	AVAL
Escores (Interno)	3,347	4,008	4,310	4,951	3,456	2,315	4,712	2,863
Escores (externo)	3,265	4,742	3,714	4,642	4,178	2,339	3,362	4,357
Escores Gerais	3,393	4,260	4,125	4,867	3,696	2,303	4,308	3,294

Figura 4: Escores gerais e médios

Nota1: EST: estrutura; ESG: *Environmental, Social and Governance*; HAB: habilidade e conhecimentos; GRE: Gestão de riscos e estratégias; INOV: inovação e consciência digital; PR: partes relacionadas; RESP: responsabilidade e eficácia; AVAL: avaliação de desempenho.

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir dos escores estabelecidos na Figura 4, a empresa deve proceder com a avaliação do conselho de administração e ponderar os resultados pelas médias gerais obtidas. Dessa forma, a avaliação produzirá resultados que expressam a importância que cada tema possui para a empresa e para os seus *stakeholders*. A Figura 5 ilustra o nível de importância que cada tema deverá possuir para a avaliação.

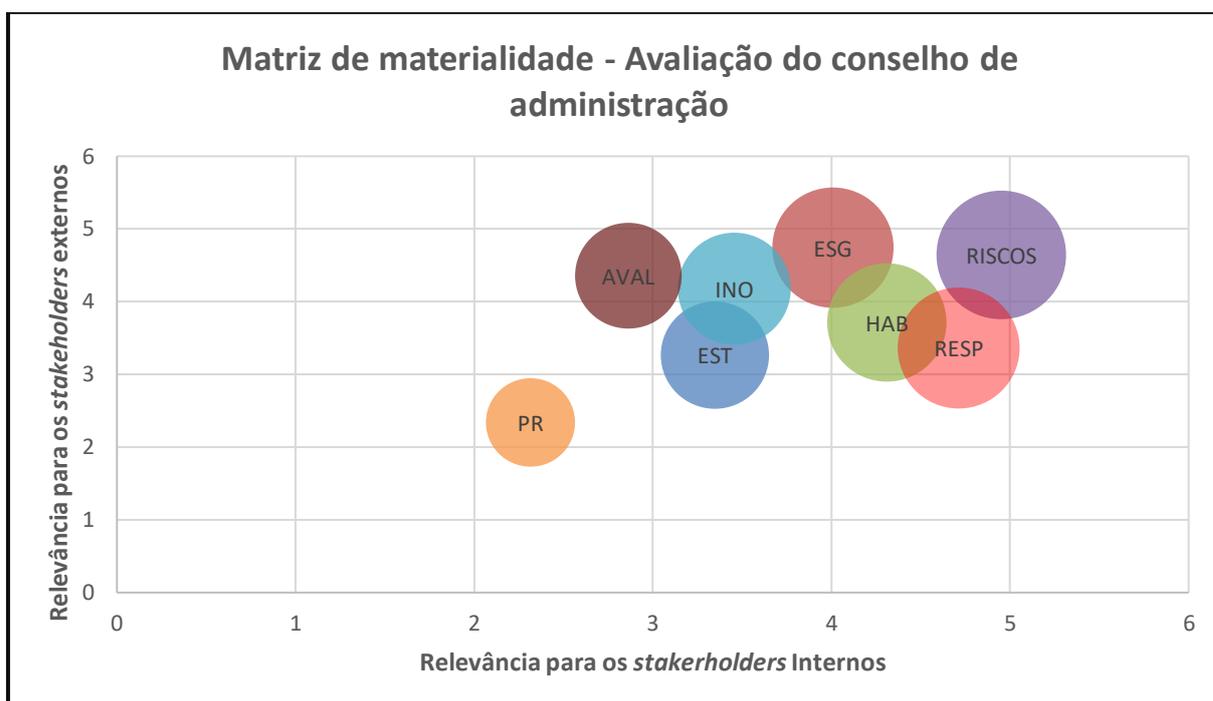


Figura 5: Temas materiais

Nota1: EST: estrutura; ESG: *Environmental, Social and Governance*; HAB: habilidade e conhecimentos; GRE: Gestão de riscos e estratégias; INOV: inovação e consciência digital; PR: partes relacionadas RESP: responsabilidade e eficácia; AVAL: avaliação de desempenho.

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir dos resultados obtidos na consulta aos *stakeholders* e definição dos temas materiais, as empresas devem pontuar em escala crescente a importância que cada tema possui para a avaliação do conselho de administração. A avaliação deve ser orientada para pontuações menores para aqueles temas que tiveram baixa importância e pontuações maiores para temas com alta importância. Sugere-se que as empresas avaliem também a exclusão de temas pouco relevantes para as partes, bem como a inclusão de temas que elas julgarem importantes mesmo sem haver a consulta aos *stakeholders* externos.

4. RECOMENDAÇÕES FINAIS

O presente manuscrito técnico tem como objetivo apresentar um modelo de elaboração do processo de avaliação de conselhos de administração baseados em diretrizes, competências e habilidades que o colegiado deve possuir para agregar valor nas tarefas por ele desempenhadas. A proposta de avaliação pode ser usada tanto por um procedimento interno de avaliação como em um processo conduzido por agentes externos e se limita à avaliação do conselho enquanto colegiado, não alcançando avaliações individuais, de comitês ou do presidente do conselho, ainda que tais diretrizes também possam servir de base para análises destas instâncias.

A proposta apresentada pretende avaliar o conselho de administração partindo de temas que são relevantes para as empresas e para seus principais *stakeholders*. Com efeito, as empresas possuem características diferentes e partes interessadas com interesses diversos, o que exige que os conselhos de administração sejam avaliados por características e competências que atendam a todas as partes e agreguem valor a todo o conjunto empresarial.

A partir da definição da materialidade dos temas relacionados à empresa, o processo de avaliação do conselho deve ponderar a importância que cada tema possui no momento de elaborar os critérios e pontuações de avaliação. Dessa forma, espera-se que o processo de avaliação de desempenho do conselho de administração reflita a importância que todos os envolvidos direta ou indiretamente com a empresa tenham em diversos assuntos que podem refletir em competências e habilidade que um conselho de avaliação eficaz deve possuir para gerar resultados para as entidades.

As diretrizes bases desta proposta fazem parte de uma lista exemplificativa de aspectos voltadas para as melhores práticas de governança. Estrutura e formação adequadas, por exemplo, são amplamente discutidas como importantes instrumentos de governança corporativa. Práticas ESG, consciência digital/ inovação e relacionamento com *stakeholders* são temas que promovem a inclusão das organizações dentre as mais competitivas e sustentáveis do mercado e possibilitam às organizações alto grau de transparência e comprometimento com o meio externo.

Recomenda-se que as organizações estimulem e promovam a avaliação dos conselhos de administração ainda que não exista a obrigatoriedade legal para tanto. Em específico, a avaliação do colegiado deve seguir estruturas e processos que sejam capazes de identificar falhas, pontos fortes e oportunidades de melhorias. A organização deve estar engajada para introduzir a cultura de avaliação dos conselhos de administração, prezando sempre pela transparência, respeito às pessoas, sigilo das informações confidenciais, devolutivas e promoção de fatores que permitam que os conselhos sejam eficientes em suas tarefas, criem valor e se comprometam com a continuidade das organizações.

REFERÊNCIAS

- ACI Institute Brasil. (2021). KPMG Board Leadership Center. *Conselho de Administração: Prioridades para a agenda de 2021(2022, setembro, 10)*. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2021/01/Conselho-Administracao-agenda-2021.pdf>
- BM&F Bovespa - *Programa de Destaque de Governança em Estatais – PDGE* (2022, setembro, 22). https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/programa-destaque-em-governanca-de-estatais.htm

- Board Directors Institute GCC (2021). *Board effectiveness review: Determining board effectiveness across the GCC* (2022, setembro, 19) https://cdn.ymaws.com/gccbdi.org/resource/resmgr/surveys/survey_image/english_survey/GCC_Survey_Summary_2021_Engl.pdf
- Booth, R., & Nordberg, D. (2021). Self or other: Directors' attitudes towards policy initiatives for external board evaluation. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(2), 120-135. <https://link.springer.com/article/10.1057/s41310-020-00094-x>
- Brasil, Bolsa, Balção [B3] (2017). Regulamento do Novo Mercado (2022, setembro, 09). https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/
- Brugni, T. V., Fávero, L. P. L., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2018). Conselhos de administração brasileiros: uma análise à luz dos formulários de referência. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 146-165. <https://asaa.anpcont.org.br/asaa/article/view/353>
- Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade (2024). *Pronunciamento técnico CBPS 01*. Requisitos gerais para divulgação de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade. <https://www.facpcs.org.br/CBPS/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=159>
- Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade (2024). *Pronunciamento técnico CBPS 02*. Divulgações relacionadas ao clima. https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_snc/anexo_s/2024/edsnc0324_Part_IBA_pgs_319_329_e_333.pdf
- EY Center for Board Matters (2021). *Avaliação de Conselhos de Administração: Exigência do Novo Mercado e benefício da transparência* (2022, setembro, 02) https://www.ey.com/pt_br/ey-governanca-corporativa/avaliacao-de-conselhos-de-administracao--novo-mercado-e-transpar
- Global Network of Director Institutes (2018). *Global Director Survey Report* (2022, setembro, 01). GNDI. <https://www.hkiod.com/wp-content/uploads/2022/07/GNDI-Global-Director-Survey-2018-Report-v3-with-HKIoD.pdf>
- GRI Standards-Universal standards. (2022), "GRI Standards-Universal standards GRI 3, material topics 2021", Global Reporting Initiative. <https://www.globalreporting.org/media/zauil2g3/public-faqs-universal-standards.pdf>
- Guthrie, J., Cuganesan, S., & Ward, L. (2007). Extended performance reporting: Evaluating corporate social responsibility and intellectual capital management. *Issues in Social and Environmental Accounting*, 1(1), 1-25. 10.22164/isea.v1i1.4

- Hamid, N., & Purbawangsa, I. B. A. (2022). Impact of the board of directors on financial performance and company capital: Risk management as an intervening variable. *Journal of Co-Operative Organization and Management*, 10(2), 100164. <https://doi.org/10.1016/j.jcom.2021.100164>
- Hlobo, M., Moloi, T., & Marx, B. (2022). Framework for Screening and Evaluating the Competencies and Qualities of the Board of Directors in South Africa's State-Owned Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(11), 492. <https://doi.org/10.3390/jrfm15110492>
- Institute for Social Value- IIRC (2013), "*Materiality background paper for the integrated reporting*" (2023, outubro, 10). www.socialvalueuk.org/resources/materiality-background-paper-for-integrated-reporting
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2016). *Grupo de Trabalho Interagentes. Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes*. São Paulo, SP. https://www.anbima.com.br/data/files/F8/D2/98/00/02D885104D66888568A80AC2/Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa_1_.pdf
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2020). *Avaliação em Conselho Recomendações Práticas / organizado por Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC*. – São Paulo, SP. <https://ibgc.org.br/blog/publicacao-IBGC-destaca-recomendacoes-governanca-corporativa-licoes-2020>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2023). *Código das melhores práticas de governança corporativa*, 6ªed. São Paulo, SP. https://midia.kpmg.com.br/comunicados/images/2023/760624247/2023_codigoda-smelhorespraticasdegovernancacorporativa_6aedicao.pdf
- Instrução CVM Nº 586, de 8 de junho de 2017 (2017). *Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>
- Konny Ferry (2018). *Conselhos de Administração / Governança e Remuneração*. <https://www.kornferry.com/pt/solucoes/ceo-e-conselhos-de-administracao>
- Lei 13.303, de 30 de junho de 2016. (2016) *Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios*. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm
- Minichilli, A., Zattoni, A., & Zona, F. (2009). Making boards effective: An empirical examination of board task performance. *British Journal of Management*, 20, 55–74. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00591.x>

- Nielsen, S., & Huse, M. (2010b). The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18, 136–148. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00784.x>
- Nordberg, D., & Booth, R. (2018). Evaluating the effectiveness of corporate boards. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19, 372-387. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2018-0275>
- Pugliese, A., & Wenstop, P. Z. (2007). Board members' contribution to strategic decision-making in small frms. *Journal of Management and Governance*, 11, 383–404. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-007-9036-3>
- Resolução CVM Nº 80, de 29 de março de 2022. *Com as alterações introduzidas pelas resoluções CVM Nº 59/21, 162/22, 168/22, 173/22, 180/23 e 183/23.* <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol080consolid.pdf>
- Robbins, S. P. (1978). *O processo administrativo: integrando teoria e prática*. Atlas.
- Sobhan, A., & Adegbite, E. (2021). Determinants of the quality of external board evaluation in the UK. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(7), 1362-1392. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0256>

APÊNDICE A - QUESITOS PARA DEFINIÇÃO DE TEMAS MATERIAIS

ESTRUTURA E COMPOSIÇÃO
Quesitos
A formação do conselho representa todos os <i>stakeholders</i> .
Tamanho do conselho alinhado com a legislação e o porte da empresa.
Existência representativa de membros independentes.
Representatividade de gênero, cultura e credos.
Processo de nomeação e sucessão robustos e definidos.
Existência e estrutura dos comitês.
Incentivo à participação de membros dos conselhos nos comitês.
ESG
Quesitos
Os membros do colegiado conhecem as principais pautas ESG.
O conselho é comprometido em praticar a pauta ESG.
O conselho promove treinamentos sobre práticas ESG.
A empresa divulga suas ações ESG para o mercado.
A empresa deve atrelar os resultados ESG a remuneração.
O conselho entende que empresas que praticam ESG são competitivas.
HABILIDADES / CONHECIMENTO
Quesitos
Os membros do conselho devem possuir formação em finanças.
Os membros do conselho devem possuir experiência no setor.
O conselho de administração deve ter maioria de membros com experiência.
Conhecimentos anteriores agregam valor para a empresa.
A formação de networking é importante para os membros do conselho.
O fator experiência deve ser considerado quando da escolha dos membros.

A empresa deve investir em qualificação contínua para os membros do conselho.
GESTÃO DE RISCOS E ESTRATÉGIA
Quesitos
O conselho deve se antecipar aos riscos.
A gestão de riscos é feita de maneira a minimizar os impactos.
O conselho se preocupa com a reputação da empresa.
Os riscos potenciais são discutidos exaustivamente pelo conselho.
As decisões do conselho devem estar alinhadas com a estratégia da empresa.
As decisões financeiras devem gerar valor para a empresa.
As decisões do conselho devem ser tomadas em informações técnicas.
Os riscos inerentes ao negócio devem ser alinhadas com as práticas ESG.
INOVAÇÃO E CONSCIÊNCIA DIGITAL
Quesitos
O conselho de administração deve ter caráter inovador.
Os membros do conselho devem ter perfil empreendedor.
Os membros do conselho devem possuir experiências em ferramentas digitais.
O conselho de administração deve utilizar ferramentas tecnológicas em suas tarefas.
PARTES RELACIONADAS
Quesitos
O conselho de administração deve ser formado pelas partes interessadas no negócio.
Os membros do colegiado possuem boa relação com todos os <i>stakeholders</i> .
As partes relacionadas participam do processo de discussão e aprovação das estratégias.
As minorias da empresa são representadas e devem possuir assento no conselho.
RESPONSABILIDADES E EFICÁCIA
Quesitos
O conselho possui agendas e pautas adequadas aos negócios e necessidades da empresa.
A frequência e participação de reuniões é importante para o conselho.
O conselho tem responsabilidades bem definidas e sem viés de conflitos.

Os membros do conselho possuem adequado acesso e gestão da informação.
Os membros devem possuir atuação pautada em resultados.
Os membros do conselho devem ter remuneração baseada em resultados.
Os membros do conselho devem ser responsabilizados por faltas éticas e morais.
AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO
Quesitos
O conselho de administração deve possuir um processo formal de avaliação de desempenho.
Os membros do colegiado devem ser avaliados individualmente.
O presidente do conselho de administração deve ser avaliado pelos pares.
O modelo de avaliação do tipo 360º é adequado para a empresa.
Os comitês do conselho devem ser avaliados periodicamente.
Os resultados da avaliação devem servir para readaptações e mudanças no conselho.
O processo de avaliação do conselho deve ser claro e bem descrito.

Fonte: elaborado pelo autor.

Capítulo 3

ANÁLISE CONFIGURACIONAL DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA: ESTRUTURAS IGUAIS, DESEMPENHOS DIFERENTES?

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo analisar as configurações da composição do conselho de administração que causam altos/baixos desempenhos financeiros nas empresas. A motivação do estudo surge a partir de resultados de pesquisas anteriores inconclusivos e conflitantes a respeito do impacto da composição dos conselhos de administração no desempenho das entidades. A partir de uma amostra de empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), utilizamos a técnica da análise comparativa qualitativa através de conjuntos difusos para mostrar que existem várias características dos conselhos (tamanho, independência, gênero, dualidade do CEO, expertise financeira) e das empresas (tamanho, endividamento e idade) que se agregam em configurações complexas que promovem diferentes resultados financeiros para as empresas. Utilizamos três medidas de desempenho das empresas (ROA, ROE e Q de Tobin) e realizamos testes de sensibilidade com uma medida alternativa de calibração das variáveis e uma análise setorial para demonstrar a robustez dos resultados utilizando o método da Análise Comparativa Qualitativa (QCA). Os resultados mostraram que não existem características isoladas dos conselhos de administração que causem altos (baixos) desempenhos, mas sim que existem várias combinações complexas que causam tanto o alto como o baixo desempenho. O estudo contribui com as discussões a respeito da composição dos conselhos e complementa pesquisas correlatas ao demonstrar empiricamente em que circunstâncias as características dos conselhos contribuem negativa ou positivamente para o desempenho. A pesquisa também demonstra para o mercado e formuladores de políticas que os conselhos devem ser moldados de acordo com as características das empresas e nem sempre precisam seguir padrões regulamentares rígidos.

Palavras-chave: Conselho de administração; desempenho financeiro; teoria da complexidade; análise comparativa qualitativa.

1 INTRODUÇÃO

Desde o caso Enron em 2001, as práticas de governança corporativa ganharam um destaque especial na gestão das empresas, bem como nas pesquisas que exploram a importância da governança (e.g., Bebchuk et al., 2009; Pandey et al., 2022). Escândalos corporativos mais recentes como o da Volkswagen na Alemanha (2015), da Toshiba no Japão (2015) e da Petrobrás (2014) e Americanas (2023) no Brasil reaqueceram as discussões acerca da importância de boas práticas de governança para a continuidade e sucesso dos negócios (Cuomo et al., 2016). Estudos sobre o papel da governança corporativa no desempenho das empresas têm chamado a atenção da literatura nos últimos anos (e.g., Huang & Teklay, 2021; Goel, 2022; Hamid & Purbawangsa, 2022; Pandey et al., 2023).

Neste contexto, as discussões acerca da governança corporativa são traçadas geralmente a partir da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) e da Teoria da Dependência dos Recursos (Pfeffer & Salanick, 1978). Sabe-se que sistemas de governança corporativa robustos contribuem para melhorar a reputação das empresas e para maximizar os seus resultados (Share & Hasic, 2015).

O cumprimento de bons padrões de governança minimiza não somente os custos de agência (Jensen, 1986), mas também os conflitos de interesses entre os *stakeholders* (Spitzeck & Hansen, 2010; Ayuso et al., 2014; Almagtome et al., 2020). A boa governança reduz ainda a vulnerabilidade a problemas financeiros futuros e aumenta a atratividade de investimentos (Ehikioya, 2009). Isto leva tanto a um maior interesse de investidores em aquisições de ações, como a uma redução do custo de

capital de terceiros, dado que a transparência reduz os riscos e aumenta a proteção dos investidores (Liao et al., 2015).

Na seara da governança corporativa, o conselho de administração é considerado uma importante ferramenta de gestão pelo fato de estar relacionado com decisões que causam elevados impactos no desempenho das empresas, sendo a estrutura e funcionamento dos conselhos os temas mais discutidos como fatores que promovem a eficiência da empresa (e.g., Uribe-Bohorquez et al., 2018; Garcia Ramos & Diaz, 2021). Estudos relacionados têm demonstrado que características dos conselhos de administração podem causar impactos diversos na performance das empresas, principalmente devido as funções de supervisão e assessoramento (Chen & Zhou, 2007; Baghat & Bolton, 2008; Gai et al., 2021; Song et al., 2023).

Neste contexto, estudos diversos mostram que a relação entre a governança corporativa e desempenho pode não ser linear e sim assimétrica, principalmente por questões relacionadas à transparência das informações e por questões de práticas de governança, o que sugere que a governança pode ter impactos diferentes no desempenho principalmente quando considerados questões heterogêneas como as estruturas de conselho e direitos dos acionistas, os setores de atuação, a maturidade das empresas e o contexto institucional que estão inseridas (Akbar et al., 2016; Bhatt & Bhatt, 2017; Bhagat & Bolton, 2019; Wu et al., 2024).

Desta forma, a relação entre o conselho de administração e o desempenho é mais aceita como assimétrica devido as diferenças existentes entre as empresas, o que pode tornar a utilização da QCA mais apropriada para a análise entre o conselho de administração e o desempenho empresarial, uma vez que permite capturar relações complexas que são capazes de explicar a relação levando-se em

consideração características intrínsecas às organizações. Além disso, o caso particular da análise da estrutura dos conselhos de administração, contém problemas econométricos de endogeneidade advinda de causalidade reversa e da falta de bons instrumentos para tratar este problema (Dodd et al., 2022; Abdoush et al., 2022; Arora, 2022).

Isto pode sinalizar que não deva existir uma estrutura homogênea que seja a ideal para todos os tipos de empresas, mas que existam formações mais eficientes quando levado em consideração uma combinação de fatores. Devido a isto, um grupo de pesquisas na área têm adotado como alternativa metodológica a Análise Comparativa Qualitativa (QCA) que não busca capturar efeitos de primeira e segunda ordem das variáveis explicativas na explicada, mas sim intentam identificar as melhores combinações de variáveis que explicam um fenômeno, i.e., quais os grupos de variáveis que em conjunto explicam a dependente (e.g., Iannotta et al., 2016; Roig-Tierno et al., 2016; Paniagua et al., 2018; Samara & Berbegal-Mirabent, 2018).

Neste contexto, o diferencial desta pesquisa é a abordagem holística, que integra várias características de governança simultaneamente, permitindo capturar interações complexas entre os elementos. Isso oferece uma compreensão mais robusta sobre os mecanismos que influenciam o desempenho das empresas, superando as limitações das abordagens fragmentadas. Desta forma, o objetivo desta pesquisa é analisar se diferentes combinações de características do conselho de administração afetam o desempenho das empresas de maneiras distintas.

As discussões permitem lançar novas premissas quanto às estruturas de governança corporativa. Para a literatura, os achados são relevantes pois utiliza-se uma abordagem de relações de pertencimento de conjuntos que demonstra as

circunstâncias antecedentes do conselho e da empresa que promovem o desempenho financeiro, evidenciando que os resultados anteriores da literatura podem ser complementados com uma nova abordagem metodológica na área de finanças corporativas.

Para trabalhos que já utilizaram a QCA como método, esta pesquisa além de fornecer insights de quais condições são necessárias e suficientes para determinar como os conselhos de administração podem explicar o desempenho das empresas, ainda apresenta testes setoriais que permitem avaliar que a variação de setores não interfere na existência de condições causais, bem como a utilização de diferentes métricas de desempenho e diferentes valores limiars não interferem na sensibilidade dos resultados.

A utilização da QCA oferece uma abordagem complementar aos modelos com estimadores para variável dependente qualitativa (e.g., modelo de probabilidade linear, Logit, Probit), ao se concentrar na identificação de combinações de condições necessárias e suficientes para que determinado resultado ocorra, ao invés de estimar os efeitos marginais de variáveis individuais. Ao contrário das técnicas econométricas tradicionais que se concentram em estimar probabilidades ou identificar efeitos isolados, a QCA permite revelar configurações de características que, quando combinadas, têm impacto no desempenho corporativo (Ibañez et al., 2023).

Além disso, a QCA demonstra relações complexas entre antecedentes e consequentes, sendo ideal para capturar padrões causais específicos que podem não ser observados em modelos probabilísticos tradicionais, como Logit ou Probit, que tendem a priorizar generalizações (Paniagua et al., 2018). Assim, este método é utilizado para identificar as configurações de governança corporativa que se mostram

mais eficazes para influenciar o desempenho organizacional (Cucari, 2019), ainda que sua aplicação possa ser limitada em estudos que exijam maior generalização estatística.

Com efeito, a pesquisa contribui com a literatura pelo fato de utilizar uma metodologia que utiliza a Teoria da Complexidade para combinar características antecedentes (estrutura de governança) e o desempenho das empresas. Assim, a pesquisa contribuirá com a literatura demonstrando que existem combinações de características dos conselhos que são consistentes e outras irrelevantes para explicar altos/baixos desempenhos corporativos. A pesquisa avança nas discussões sobre governança corporativa e desempenho ao explorar empiricamente que em circunstâncias diferentes, características diversas combinadas podem impactar positiva ou negativamente o desempenho das empresas.

No contexto institucional, o Brasil é um ambiente propício para pesquisas em governança corporativa com QCA devido à diversidade nas estruturas de governança, incluindo empresas familiares, estatais e de controle disperso. A regulação avançada, como o Novo Mercado da B3 e as diretrizes do IBGC, permite a análise de diferentes combinações de práticas. O contexto institucional complexo, com desafios como baixa proteção a investidores e *enforcement* regulatório deficiente, amplia a relevância da QCA. Além disso, a economia dinâmica possibilita investigar configurações que impactam o desempenho em distintos cenários, além da diversidade institucional, regulatória e econômica tornar o Brasil um ambiente ideal para estudos sobre governança utilizando o método QCA.

Esta pesquisa contribuirá para as discussões a respeito da formação dos conselhos, demonstrando que as composições dos conselhos devem ser pautadas

em critérios que promovam eficiência para as empresas e não necessariamente critérios uniformes para empresas em iguais situações como porte ou setor. Para o mercado e reguladores, evidencia-se que as políticas de governança devem orientar as empresas para formarem conselhos com a capacidade de agregar múltiplos aspectos para atingir altos níveis de desempenho, propondo assim modelos de conselhos heterogêneos e baseados também em características em nível de empresa.

Na prática, a QCA permite analisar como diferentes características dos conselhos, como tamanho, diversidade e independência, interagem para influenciar o desempenho organizacional, identificando combinações ideais. Isso auxilia na melhoria das decisões de governança ao permitir que as empresas ajustem suas estruturas de conselho para aumentar a eficiência. Além disso, a QCA revela que diferentes contextos exigem configurações distintas de governança, oferecendo insights direcionados tanto para as empresas quanto para os reguladores, ajudando-os a avaliar o impacto das variações estruturais no cumprimento das melhores práticas de governança.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 PESQUISA EM GOVERNANÇA CORPORATIVA E ANÁLISE COMPARATIVA QUALITATIVA (QCA)

As revisões sistemáticas de literaturas de Berger (2016) e Cucari (2019) mostram que a análise qualitativa em governança corporativa ainda está em estágio inicial de aprimoramento e desenvolvimento. Todavia, o emprego da metodologia de

Análise Comparativa Qualitativa (QCA) começou a obter espaço na agenda de pesquisa em ciências sociais após a publicação seminal de Ragin (1987). A QCA foi inicialmente usada apenas por um pequeno número de sociólogos (Thiem & Dusa, 2013), sendo mais recentemente aplicada na área de negócios (Greckhamer et al., 2018; Cámara et al., 2021; Garcia-Ramos & Diaz, 2021; Kaczmarek & 2022).

Segundo Ragin (2008), técnicas convencionais como a regressão múltipla sugerem que as relações são suficientes e necessárias para prever a variável dependente, ainda que tais relações sejam assimétricas e busquem verificar o efeito negativo ou positivo de uma variável em outras (Woodside, 2013). Diferentemente, a QCA analisa configurações e combinações complexas e mistura métodos quantitativos e qualitativos (Ibañez et al. 2023), sendo assim uma técnica de métodos mistos de pesquisa. Esta técnica parte das noções da lógica dos conjuntos para explorar as interações entre inúmeras configurações que resultam em um determinado resultado (Misangyi et al., 2017).

A premissa básica da QCA aplicada a negócios considera que os casos dependem de configurações complexas e decorrem de diferentes combinações causais (Fiss, 2011). Assim, dentre suas aplicações pode ser usada para testar hipóteses e teorias existentes, bem como desenvolver novos argumentos teóricos (Berg-Schlosser et al., 2009).

Desse modo, mesmo que tenha sido concebida inicialmente em pesquisas de ciências políticas, a QCA tem ganhado espaço em pesquisas sobre governança corporativa, sendo adaptada para determinar a causalidade complexa de um fenômeno organizacional esperado (Fiss, 2011; Misangyi & Acharya, 2014). Pesquisas recentes na área de governança corporativa têm buscado, por exemplo,

analisar por meio da combinação de atributos dos conselhos de administração quais seriam as melhores configurações para se alcançar resultados como desempenho social e ambiental, rentabilidade, remuneração, inovação e eficiência do conselho (Rodrigues et al., 2020; Garcia Ramos & Diaz, 2021; Kaczmarek & Nyuur, 2022; Shui et al., 2022).

Utilizando a QCA, Lewellyn e Muller-Kahle (2016), analisaram como a remuneração dos CEOs é afetada pela complexidade causal da eficácia do monitoramento do conselho. Os autores identificaram que as altas remunerações resultam tanto da presença como da ausência de monitoramento efetivo do conselho. Rodrigo et al. (2020) evidenciaram que a remuneração do CEO não alinha os interesses do CEO e dos acionistas, dado que a remuneração contingente pode ocorrer com ausência ou presença de relacionamentos alinhados entre CEO e acionistas. Shui et al. (2022) afirmaram que tanto CEOs fracos quanto poderosos podem ser facilitadores de inovação, desde que acompanhados de conselhos e estruturas de propriedades adequadas.

Outro aspecto dos conselhos que tem sido abordado pela literatura recente é a diversidade de gênero (Kaczmarek & Nyuur, 2021; Amin et al., 2021; Pandey et al., 2022). Usualmente, analisa-se a complexidade das combinações na formação de conselhos. Iannotta et al. (2016) analisaram fatores institucionais ao nível de país que explicariam a presença de mulheres nos conselhos de administração e concluíram que as legislações de cotas para gênero não é uma condição isolada para se alcançar um número satisfatório de presença feminina nos conselhos, mas depende da combinação com outros fatores. Kaczmarek e Nyuur (2021) evidenciaram que a

diversidade de gênero quando combinada com outros atributos do conselho é fundamental para a efetividade deste.

Quanto ao desempenho das empresas, Pandey et al. (2022) evidenciaram que a diversidade de gênero não afeta o desempenho da empresa isoladamente, mas depende de uma combinação com outras características da empresa e do conselho. Baseados em lógica similar, Amin et al. (2021) avaliaram que existem diversas práticas de governança corporativa que quando combinadas em diferentes estágios de vida das empresas podem fazer com que a empresa alcance altos níveis de desempenho.

Ao explorar combinações complexas que permitem maximização do *disclosure* social e ambiental, Cuadrado-Ballesteros et al. (2017) e Dwekat et al. (2020) apresentaram evidências de que a divulgação de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) depende da combinação das características de governança corporativa do conselho de administração., Dentre as características, os autores apontam o tamanho, a independência, a estrutura de liderança (dualidade do CEO) e *expertise* financeira dos conselheiros e de outros atributos das empresas como tamanho, alavancagem e oportunidades de crescimento como determinantes da divulgação RSC.

2.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO FINANCEIRO

2.2.1 Tamanho do conselho

A discussão em torno do tamanho do conselho está relacionada com a coordenação e controle eficazes dos conselheiros. Por um lado, há um grupo de pesquisas que demonstram que conselhos maiores possuem melhor diversidade de

conhecimentos e promovem melhor monitoramento e tomada de decisões corporativas. Assim, conselhos tidos como grandes contribuem positivamente com o desempenho das empresas (Afrifa & Taurigana, 2015; Hamid & Purbawangsa, 2022; Goel 2022; Wattanatorn & Padungsaksawasdi, 2022).

Por outro lado, há um outro grupo na literatura que argumenta que é possível que grandes conselhos não sejam bem coordenados e tenham lenta tomada de decisão (Florackis & Ozkan, 2004; Yoshikawa & Phan, 2003). Devido a isto, grandes conselhos podem acarretar problemas como altos custos de manutenção e dificuldades para supervisionar e controlar os muitos conselheiros, o que pode prejudicar o desempenho (Guest, 2008; Harris & Raviv, 2008; Young et al., 2008).

Assim, conselhos menores podem se comunicar de maneira mais eficiente com a gestão da empresa e são mais fáceis de controlar, uma vez que encontram menos burocracia que em conselhos maiores, promovendo assim mais eficiência na tomada de decisão (Ahmed et al., 2006). Contudo, a decisão pelo tamanho do conselho está atrelada a questões relacionadas à empresa como o setor, o porte, o seguimento ou mesmo o ambiente institucional (García- Ramos et al., 2017; Hassan & Halbouni, 2018; Potharla & Amirishetty, 2021).

2.2.2 Independência do conselho

Diversas pesquisas (e.g., Dahya et al., 2008; Manna et al., 2016; Mishra & Kapil, 2018; Liu et al., 2015) mostraram que a proporção de membros independentes é capaz de elevar o desempenho da empresa. Isso é decorrente principalmente do fato destes conselheiros conseguirem monitorar melhor a gestão e tomar decisões com total isenção. Assim, a independência do conselho pode reduzir conflitos de agência

entre gestores e acionistas por meio da aumento do monitoramento (James et al., 2020).

No entanto, há quem argumente que o monitoramento eficiente depende de informações privilegiadas que nem sempre estão à disposição dos conselheiros externos. Isso pode, por conseguinte, impactar na quantidade ideal de conselheiros independentes e no desempenho da empresa. Isto, porque que deve haver sintonia entre o custo da informação e o monitoramento e aconselhamento promovido pelos conselheiros independentes (Adams & Ferreira, 2007; Duchin et al., 2010; Harris & Raviv, 2008).

Além disso, o impacto da independência do conselho depende de fatores como o ambiente institucional, os objetivos e estratégias das empresas e o quanto de informações os *insiders* repassam ao conselho (Potharla & Amirishetty, 2021). Assim, a relação entre a independência do conselho e o desempenho das empresas pode ser influenciados por estes aspectos e apresentar uma relação não linear em formato de U (De Andres & Vallelado, 2008; Fauzi & Locke, 2012) e em outros casos até serem insignificantes (Haldar et al., 2018).

2.2.3 Gênero dos conselheiros

Outra característica dos conselhos bastante relatada na literatura é a proporção de mulheres nos conselhos. Mulheres têm sido relacionadas com melhor poder de monitoramento e controle. O argumento para tal, é que elas podem perceber de maneira mais acurada determinadas situações, o que faz com que conselhos mais diversos sejam considerados uma boa prática de governança (Carter et al.,2003;

Arora, 2022). Assim, espera-se que a participação de mulheres em conselhos possa reduzir o comportamento oportunístico da gestão (Usman et al.,2019) e proporcionar redução no risco de fraudes (Cumming et al., 2015) e aumentar a capacidade de monitoramento (Nguyen, 2020).

Contudo, não há um consenso sobre os resultados da participação das mulheres nos conselhos (Post & Byron, 2015). Pesquisas mostraram que conselhos mais diversos podem aumentar o desempenho organizacional e aumentar os ganhos econômicos das empresas, estando assim a presença de mulheres nos conselhos relacionada positivamente com o desempenho (Campbell & Minguez-Vera; 2008; Erhardt et al., 2003; Duppati et al., 2019; Cunha et al., 2022). Por outro lado, alguns estudos evidenciaram que a presença de mulheres nos conselhos impacta negativamente o desempenho ou não possui relevância (Jhunjunwala & Mishra, 2012; Ionascu et al.,2018; Ujunwa et al., 2012; Rahman & Chen, 2022).

2.2.4 Dualidade do CEO

A dualidade do CEO tem fundamental importância nas discussões sobre a eficiência dos conselhos de administração, dado que a presidência do conselho e o CEO da empresa são cargos importantes na separação entre controle e propriedade, bem como na mitigação de conflitos de Agência (Fama & Jensen, 1983). No entanto, na visão da Teoria da Agência, a dualidade do CEO pode sinalizar a necessidade de um maior controle interno, uma vez que o CEO que também preside o conselho pode enfraquecer o controle e o monitoramento do conselho (Ozdemir et al.,2021; Yu, 2022).

Pesquisas anteriores demonstraram que a dualidade do CEO está negativamente relacionada com o desempenho das empresas, uma vez que esta condição enfraquece o conselho na função de controlar a gestão (Jermias & Gani, 2014; Singh et al., 2018; Jaafar et al., 2019; Hamid & Purbawangsa, 2022). O aumento de poder de uma única pessoa pode reduzir a qualidade das informações financeiras, favorecer a manipulação de resultados e movimentos oportunistas (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Contudo, outras pesquisas (Nguyen et al., 2015; Pillai & Al-Malkawi, 2018; Bunget, et al., 2020; Gan & Erikson, 2022) mostraram que a dualidade afeta positivamente o desempenho das empresas, uma vez que a acumulação de funções pode estreitar o processo de tomada de decisão, bem como favorecer o alinhamento de estratégias entre o conselho e a gestão da empresa.

2.2.5 Expertise financeira

A diversidade de experiências do conselho está relacionada com a continuidade dos negócios e com a gestão dos riscos (Schnatterly et al., 2021). A experiência financeira do conselho promove maior facilidade no tratamento e análise de informações de caráter financeiro, o que por conseguinte aprimora o monitoramento e controle da gestão da empresa (Harris & Raviv, 2008). Segundo Kim et al. (2014), a experiência financeira dos membros do conselho auxilia na proposição de políticas corporativas financeiras mais eficientes, dado que a experiência financeira está relacionada com habilidades lógicas e analíticas que melhoram a qualidade da informação contábil e o desempenho financeiro das empresas (Adams et al., 2018; Huang & Teklay, 2021; Zalata et al., 2018).

A experiência financeira dos conselheiros sinaliza para investidores institucionais e para analistas de mercado que as empresas possuem diferenciais na formulação de políticas financeiras (Li et al., 2016). Por conseguinte, há uma redução nas desconfianças dos *stakeholders*, pois o acúmulo de experiências auxilia no monitoramento do mercado e promove a identificação de boas oportunidades e projetos financeiramente viáveis. Adicionalmente, percebe-se uma redução de incertezas e melhora na gestão de riscos, dado que o conselho é capaz de entender o ambiente de negócios e relacioná-lo com as estratégias do setor e do mercado em geral (Chen, 2011; Johnson et al., 2013).

2.3 TEORIA DA COMPLEXIDADE E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

As relações entre fatores empresariais ou econômicos são caracterizadas por elementos complexos que na grande maioria das vezes dependem da combinação de diversos fatores (Woodside, 2014). No entanto, pesquisas que relacionam governança corporativa e desempenho das empresas têm se baseado constantemente em testes simétricos como modelos de regressões múltiplas que analisam o efeito isolado de variáveis (Garcia Ramos & Diaz, 2021).

Nos últimos anos, porém, pesquisadores em governança corporativa têm adotado metodologias baseadas na Teoria da Complexidade que consideram que as características das empresas são interdependentes e devem ser analisadas através da combinação e arranjos dos fatores empresariais e de governança (Berger, 2016; Cucari, 2019). A Teoria da Complexidade apresenta quatro proposições complexas

que servem para testar condições prévias que podem determinar um resultado esperado específico (Ragin, 2008; Misangyi et al., 2017):

(i) **Proposição da Conjunção:** esta proposição assume que os resultados raramente são atribuíveis a uma causa isolada. Assim, os resultados costumam emergir da interação complexa de múltiplas condições. No contexto desta pesquisa, um fator individual (e.g., Dualidade do CEO) não pode ser considerado suficiente para elucidar integralmente o resultado observado (e.g., ROA, ROE e Q de Tobin). Logo, o efeito da Dualidade do CEO pode ser capaz de explicar o ROA apenas dentro de um conjunto de variáveis (Wu et al., 2014; Misangyi et al., 2017).

(ii) **Proposição da Equifinalidade:** nesta premissa a ideia é de que há múltiplas vias para a consecução de um resultado específico. Isto implica que configurações complexas distintas de condições antecedentes podem ser igualmente suficientes para explicar uma condição resultante específica (Wu et al., 2014; Misangyi et al., 2017). No contexto desta pesquisa, a combinação entre Dualidade de CEO, alto percentual de conselheiros independentes e de mulheres conselheiras pode aumentar o ROA de empresas com alta alavancagem e de empresas mais novas.

(iii) **Proposição da Assimetria:** está premissa postula que os fatores configuracionais associados a um resultado particular podem não apresentar relações similares em combinações distintas. A assimetria assume que uma configuração pode até mesmo exibir relações inversas para uma combinação de características diferentes (Misangyi et al., 2017). Desse modo, admite-se a possibilidade de casos em que pontuações baixas em determinados fatores possam estar associadas tanto a pontuações altas quanto baixas em diferentes resultados (Wu et al., 2014). No contexto desta pesquisa, uma alta *expertise* financeira por parte dos conselheiros

pode estar associada a um alto ROA em empresas de grande porte, mas pode não ter o mesmo efeito positivo em empresas menores. Em alguns casos de empresas menores, uma alta *expertise* financeira poderia até estar associado a uma orientação para o desempenho financeiro que impede a implementação de uma estratégia de crescimento. Isso pode decorrer da falta de flexibilidade e agilidade necessárias nesse estágio de desenvolvimento empresarial.

(iv) **Proposição da Assimetria Causal:** esta proposição assume que as configurações que conduzem à presença de um resultado específico podem divergir substancialmente daquelas que levam à sua ausência (Ragin, 2008; Fiss, 2011). No contexto desta pesquisa, as configurações que levam a um Q de Tobin elevado (indicando boa valorização de mercado) podem ser diferentes das que levam a um Q de Tobin baixo. Assim, uma combinação de alto percentual de conselheiros independentes, ausência de Dualidade de CEO, e políticas de governança que protegem os acionistas minoritários pode levar a um alto Q de Tobin. Contudo, a ausência dessas características não resulta em um baixo Q de Tobin. Um baixo Q de Tobin pode ser resultado de uma combinação diferente de fatores, como a empresa ser de controle familiar, falta de transparência nas divulgações financeiras e baixa qualidade das informações contábeis.

A literatura existente que emprega as proposições da Teoria da Complexidade (Paniagua et al., 2018; Samara & Berbegal-Mirabent, 2018; Rodrigues et al., 2020; Kaczmarek & Nyuur, 2022; Shui et al., 2022; Pandey et al., 2022; Garcia Ramos & Diaz, 2022) tem, até o momento, explorado de maneira fragmentada as combinações de características dos conselhos como elementos interdependentes. Estes estudos têm apresentado resultados que correlacionam variáveis como independência,

dualidade do CEO, diversidade de gênero e dimensão do conselho com outros fatores, incluindo relações familiares, investimentos em P&D e porte empresarial, para identificar os determinantes de resultados relacionados ao desempenho e às estratégias corporativas.

Neste contexto, as investigações que exploraram de forma isolada a formação de configurações com características específicas de governança têm produzido resultados heterogêneos e, por vezes, contraditórios (Samara & Berbegal-Mirabent, 2018; Hassan & Halbouni, 2018; Mansour et al., 2022; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017). Filatotchev e Wright (2017) argumentam que a análise segregada de mecanismos de governança corporativa como a capacidade de monitoramento, gestão e controle de riscos e incentivos para explicar estratégia e desempenho pode resultar em conclusões frágeis, dado que tais fatores são intrinsecamente interdependentes de outras variáveis contextuais.

O diferencial metodológico e conceitual deste trabalho reside em uma abordagem mais holística. Busca-se integrar um conjunto composto por um número maior de características de governança corporativa. Isso contrapõe as pesquisas anteriores que analisaram aspectos isolados. Assim, esta pesquisa parte da ideia de realizar uma análise simultânea e interdependente de um conjunto abrangente de variáveis de governança. Argumenta-se que a abordagem adotada permita capturar interações complexas e complementariedades entre os diversos elementos, proporcionando uma compreensão mais sólida dos mecanismos que influenciam o desempenho das empresas.

Ademais, a presente investigação visa superar as limitações identificadas por Filatotchev e Wright (2017), ao considerar a natureza interdependente dos

mecanismos de governança em relação a fatores contextuais mais amplos. Esta perspectiva multidimensional e integrada fundamenta a formulação das hipóteses 1 e 1a desta pesquisa, as quais se propõem a oferecer *insights* mais abrangentes e fidedignos sobre a dinâmica da governança corporativa e seus impactos nos resultados organizacionais.

H_1 : O desempenho da empresa é explicado pela interdependência de várias características dos conselhos.

H_{1a} : Não existe característica única do conselho que é indicador suficiente ou necessário para explicar o desempenho da empresa.

Estudos indicam que características como a não dualidade do CEO e a independência do conselho são mecanismos essenciais para mitigar problemas de agência, mas precisam ser combinadas com outros elementos de governança (Misangyi & Acharya, 2014). A remuneração do CEO, quando alinhada ao monitoramento, pode levar a um mesmo nível de desempenho em diferentes configurações (Lewellyn & Muller-Kahle, 2016; Rodrigo et al., 2020). No caso da diversidade de gênero no conselho, seu impacto não depende apenas da presença de mulheres, mas da interação com outras características do conselho (Kaczmarek & Nyuur, 2021; Dwekat et al., 2020; Pandey et al., 2022). Dessa forma, um desempenho satisfatório pode ser alcançado por meio de distintas configurações de governança corporativa (Paniagua et al., 2021).

Com efeito, a teoria da equifinalidade postula que um sistema pode alcançar o mesmo estado final a partir de diferentes condições iniciais e por meio de múltiplas trajetórias. Aplicada à governança corporativa, sugere que diversas configurações de atributos dos conselhos de administração podem resultar em desempenhos

empresariais equivalentes e diferentes arranjos de fatores, como tamanho do conselho, independência dos membros, diversidade e frequência das reuniões, podem, em conjunto, conduzir a níveis semelhantes de desempenho empresarial.

H₂: Conjuntos diferentes de características do conselho podem levar ao mesmo nível de desempenho das empresas.

As combinações de práticas de governança que influenciam o desempenho empresarial estão relacionadas a diversos fatores, como o estágio de vida da empresa (Amin et al., 2021), a independência do conselho e a estrutura familiar (Samara & Berbegal-Mirabent, 2018), a diversidade de gênero (Pandey et al., 2022), o tamanho do conselho (Carmona, Fuentes & Ruiz, 2016) e a expertise financeira dos conselheiros (Dwekat et al., 2020). Portanto, é crucial considerar a configuração específica de cada conselho e o ambiente em que a empresa opera ao avaliar o efeito dessas características no desempenho corporativo.

Diversos estudos demonstram que características individuais dos conselhos podem ter impactos variados no desempenho das empresas, dependendo de como essas características interagem com outros elementos organizacionais e contextuais (Garcia-Ramos & Diaz, 2021). Nesse sentido, Garcia-Castro e Aguilera (2014) demonstraram que diferentes configurações de governança podem resultar tanto em alto quanto em baixo desempenho, destacando que a eficácia dessas práticas pode ser influenciada por fatores complementares ou substitutivos. Com base nesse arcabouço teórico, formularam-se as hipóteses 3 e 3^a.

H₃: Existem características individuais do conselho que podem causar tanto altos quanto baixos níveis de desempenho.

H_{3a}: Existem características individuais do conselho que não estão relacionadas com o desempenho das empresas.

Pesquisas sobre configurações de governança indicam que determinadas características do conselho podem impactar tanto positiva quanto negativamente o desempenho empresarial (Garcia-Castro & Aguilera, 2014; Garcia-Ramos & Diaz, 2021). Estudos adicionais (Kaczmarek & Nyuur, 2021; Dwekat et al., 2020; Pandey et al., 2022) demonstram que, quando analisadas isoladamente, algumas características podem estar associadas tanto à presença quanto à ausência de determinados resultados. Wu et al. (2014) destacam que combinações causais que resultam em alto desempenho não são necessariamente o inverso das que levam a baixo desempenho, desafiando a noção de causalidade simétrica. Elaboramos assim a hipótese 4.

H₄: Existem características do conselho que causam altos níveis de desempenho e não são opostas aquelas que causam baixo nível de desempenho.

3.METODOLOGIA

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

O presente estudo adota uma abordagem de métodos mistos (qualitativa e quantitativa), utilizando a Análise Qualitativa Comparativa de Conjunto Fuzzy (fsQCA) para explorar como diferentes combinações (configurações) de características do conselho de administração e fatores empresariais afetam o desempenho das empresas. A QCA é uma metodologia de pesquisa que combina aspectos qualitativos e quantitativos para analisar configurações causais complexas em estudos comparativos (Ragin, 2000).

A fsQCA permite a análise de relacionamentos assimétricos e a identificação de condições necessárias e suficientes, com base nos princípios da Teoria da Complexidade, como conjunção, equifinalidade e assimetria causal (Ragin, 2008). Isso torna o método particularmente adequado para capturar a complexidade dos fenômenos organizacionais, a natureza conjuntural destes fenômenos e identificar múltiplos caminhos causais que levam ao mesmo resultado.

3.1.1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA DA FSQCA

A fsQCA se baseia na lógica dos conjuntos e na Teoria da Complexidade, permitindo que diferentes combinações de variáveis (ou condições causais) levem a um mesmo resultado, um conceito conhecido como equifinalidade. A fsQCA também assume a presença de relações assimétricas, ou seja, uma combinação de condições pode ser suficiente para produzir um determinado resultado, mas a ausência dessas condições não implica necessariamente a ausência do resultado.

Esse método é particularmente útil para capturar a complexidade conjuntural dos fenômenos organizacionais, sendo apropriado para identificar múltiplos caminhos causais que podem levar ao mesmo desempenho empresarial. A fsQCA combina elementos qualitativos, como a análise das configurações causais, com técnicas quantitativas, como o cálculo de consistência e cobertura, permitindo uma análise robusta em cenários com amostras médias ou grandes.

3.1.2 JUSTIFICATIVA PARA A ESCOLHA DO MÉTODO

A escolha da fsQCA como abordagem metodológica se justifica por três razões principais:

1. **Complexidade das Relações Organizacionais:** A fsQCA permite captar as interações complexas entre múltiplas condições causais, o que é fundamental para entender como diferentes configurações do conselho de administração influenciam o desempenho das empresas.
2. **Equifinalidade:** O método considera que diferentes combinações de variáveis podem levar ao mesmo resultado, algo particularmente relevante para estudos de governança corporativa, onde múltiplos fatores podem afetar o desempenho das empresas de maneiras distintas.
3. **Assimetria Causal:** Ao contrário dos métodos tradicionais de regressão, que assumem relações simétricas, a fsQCA permite identificar quando a presença de uma condição é suficiente para um resultado, mas sua ausência não implica a ausência dele.

Dessa forma, a fsQCA é uma ferramenta poderosa para investigar como diferentes combinações de características de governança corporativa afetam o desempenho organizacional, alinhando-se perfeitamente ao objetivo desta pesquisa.

3.2 AMOSTRA E DADOS

A amostra desta pesquisa é composta por todas as empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período entre os anos de 2010 e 2022. A exclusão das empresas financeiras se dá pelo fato destas possuírem legislações específicas que poderiam causar vieses na pesquisa. O lastro temporal se justifica pelo fato de os formulários de referências das empresas estarem disponíveis apenas a partir do ano de 2010. Os dados para construção das variáveis são retirados dos formulários de referências das empresas disponíveis no site da Comissão de

Valores Mobiliários (CVM) e da base de dados Economatica. Para análise das configurações dos conselhos de administração será utilizado o *software* Stata SE 17.

A Tabela 1 sintetiza amostra da pesquisa.

TABELA 1: SÍNTESE DA AMOSTRA

Informações	Empresas	Observações
Empresas listadas entre 2010 e 2022	403	4.130
Empresas excluídas do setor Financeiro e seguros.	(31)	(419)
Empresas excluídas por falta de informações entre 2010 e 2022	(62)	(851)
Total da final de empresas da Amostra	310	2.860

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.3 VARIÁVEIS DO ESTUDO

3.3.1 MEDIDAS DE DESEMPENHO FINANCEIRO

Utilizaremos três variáveis nesta pesquisa para mensurar o desempenho financeiro da empresa. O Q de Tobin é obtido por meio da razão entre a soma do valor de mercado das empresas com as dívidas e o ativo total. Já o retorno sobre o ativo (ROA) é medido pela razão entre o lucro do período t e o ativo total do período $(t - 1)$. Por fim, o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é obtido pela razão entre o lucro líquido do período t e o patrimônio líquido do período $(t - 1)$.

A escolha pelas métricas se justifica pelo fato de todas indicarem medidas de desempenho que sinalizam aos investidores desempenho eficiente. Empresas que mantem um ROA geralmente alto sinalizam aos interessados que utilizam seus recursos de maneira eficiente, o que por conseguinte representam uma boa gestão. Da maneira similar, o ROE mede a capacidade da empresa gerar retorno com o capital dos acionistas, sendo assim um indicador de eficiência para os investidores. Já o Q de Tobin mostra para o mercado que as empresas geram valor e podem ser

consideradas boas oportunidades de investimentos pois remuneraram seus ativos acima do valor de mercado. A tabela a seguir sintetiza as variáveis de desempenho.

TABELA 2: VARIÁVEIS DA PESQUISA

VARIÁVEL	SIGLA	FONTE	DESCRIÇÃO	REFERÊNCIAS
Medidas de Desempenho Financeiro				
Retorno sobre o ativo	ROA	Economática	Razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas	Cuadrado-Ballesteros <i>et al.</i> (2017); Garcia-Ramos e Diaz (2021)
Retorno sobre o PL	ROE	Economática	Razão entre o lucro líquido e o PL das empresas	Cuadrado-Ballesteros <i>et al.</i> (2017); Samara & Berbegal-Mirabent, 2018
Q de Tobin	QT	Economática	Razão entre o valor de mercado somado às dívidas e o ativo total	Cuadrado-Ballesteros <i>et al.</i> (2017); Samara & Berbegal-Mirabent, 2018

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3.2 VARIÁVEIS DE CONDIÇÕES CAUSAIS

As variáveis de condições causais são formuladas a partir de características das composições dos conselhos de administração utilizadas em pesquisas recentes sobre o impacto da composição dos conselhos (Duppati *et al.*, 2019; Shui *et al.*, 2022; Kaczmarek & Nyuur, 2021; Pandey *et al.*, 2022; Dwekat *et al.*, 2020; Goel *et al.*, 2022; James *et al.*, 2022) e de características das empresas. Estas variáveis são descritas na Tabela 3.

TABELA 3: VARIÁVEIS DA PESQUISA

Variáveis de Condições Causais – Conselho de administração				
Tamanho	TAM	CVM	Número de membros efetivos nos conselhos	Kaczmarek e Nyuur (2021); Pandey <i>et al.</i> (2022)
Independência	IND	CVM	Proporção de membros independentes do conselho	Shui <i>et al.</i> (2022); Dwekat <i>et al.</i> (2020)
Gênero	GEN	CVM	Proporção de mulheres nos conselhos	Duppati <i>et al.</i> (2019); Goel <i>et al.</i> (2022)

Dualidade do CEO	DUAL	CVM	<i>Dummy</i> -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário	James et al. (2020); Duppati et al. (2019); Goel et al. (2022)
Experiência financeira	EXP	CVM	Proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.	Kaczmarek e Nyuur (2021); Pandey et al. (2022).
Variáveis de Condições Causais – Empresa				
Tamanho	TAMA	Economática	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Garcia-Ramos e Diaz (2021)
Alavancagem	ALA	Economática	Razão entre o passivo exigível e o ativo total	Campello, 2006; Yazdanfar & Ohman, 2015
Idade	ID	Economática	Número de anos desde a constituição da empresa	Garcia-Ramos e Diaz (2021)

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4 CALIBRAÇÃO DAS VARIÁVEIS

A calibração é uma etapa essencial na fsQCA, pois converte dados quantitativos em escores de pertinência a conjuntos *fuzzy*, permitindo a análise de relações causais complexas. O processo de calibração possibilita capturar a intensidade com que cada caso pertence a um conjunto específico, superando a simples dicotomia de presença/ausência. A principal vantagem da fsQCA está em sua capacidade de refletir diferentes graus de pertencimento, permitindo que um caso possa "pertencer" parcialmente a um conjunto, ao invés de ser classificado apenas como "dentro" ou "fora" dele.

Esse processo é especialmente importante para lidar com variáveis contínuas, como as financeiras (ROA, ROE e Q de Tobin), além das características do conselho de administração e das empresas. A calibração traduz os valores dessas variáveis em graus de pertencimento *fuzzy* que variam entre 0 e 1, facilitando a interpretação dos

resultados e a aplicação de álgebra booleana para identificar as combinações de condições necessárias e/ou suficientes para o resultado desejado.

3.4.1 PROCESSO GERAL DE CALIBRAÇÃO

Na fsQCA, os pontos de corte ou ancoragens são definidos para indicar níveis de pertencimento total, pertencimento parcial (ambiguidade) e não pertencimento aos conjuntos. A calibração é feita com base em critérios teóricos e empíricos, alinhando os dados à lógica dos conjuntos *fuzzy*. Esse processo ajuda a capturar nuances nas condições analisadas. Os três principais pontos de ancoragem na calibração fuzzy são:

1. **Plena Pertinência** ($\mu = 0,95$): Valor acima do qual a condição é considerada plenamente presente. Representa casos que claramente exibem a condição em alto grau.
2. **Cruzamento** ($\mu = 0,50$): Ponto de máxima ambiguidade sobre o pertencimento ao conjunto. Geralmente definido pela mediana ou média da distribuição.
3. **Plena Não Pertinência** ($\mu = 0,05$): Valor abaixo do qual a condição está ausente. Representa casos que claramente não exibem a condição.

Esse esquema de calibração baseia-se no princípio de que as medidas devem ser interpretadas com referência a pontos de ancoragem que sejam significativos tanto conceitual quanto empiricamente. Para definir os pontos de corte, utilizam-se percentis da distribuição dos dados, como sugerido por autores como Schneider e Wagemann (2012), garantindo uma interpretação contextualizada.

3.4.2 CALIBRAÇÃO TÉCNICA DAS VARIÁVEIS

Após a definição dos pontos de ancoragem, as variáveis contínuas são calibradas de acordo com os passos técnicos descritos a seguir. O primeiro passo é a definição dos pontos de corte. Para as variáveis financeiras (ROA, ROE, QT), utilizamos percentis da distribuição para definir os pontos de corte:

1. **Plena Pertinência** (x_1): 90º percentil $x_1 = F^{-1}(0,90)$, na qual F^{-1} é a função quantil inversa, que captura os casos excepcionais, representando empresas com desempenho financeiro superior.
2. **Cruzamento** (x_2): 50º percentil (mediana) $x_2 = F^{-1}(0,50)$, na qual há máxima ambiguidade sobre o pertencimento ao conjunto de alto desempenho.
3. **Plena Não Pertinência** (x_3): 10º percentil $x_3 = F^{-1}(0,10)$, que identifica casos de baixo desempenho, claramente fora do conjunto de alto desempenho.

O 90º percentil (x_1) captura os casos excepcionais, representando empresas com desempenho financeiro superior. A mediana (x_2) representa o ponto central da distribuição, na qual há ambiguidade máxima sobre o pertencimento ao conjunto de alto desempenho. O 10º percentil (x_3) identifica casos de baixo desempenho, claramente fora do conjunto de alto desempenho.

O segundo passo é a aplicação da função logística para transformar os valores contínuos em escores *fuzzy*. Após definir os pontos de corte, aplicou-se a função logística para calcular os escores de pertencimento *fuzzy*:

$$\mu_i(x) = \frac{1}{1 + e^{-a_i(x - x_2)}}$$

na qual: $\mu_i(x)$ é o escore de pertencimento *fuzzy* para o valor x ; a_i é o parâmetro de inclinação da função logística; x_2 é o ponto de cruzamento (mediana).

O terceiro passo é o cálculo do parâmetro a_i . O parâmetro de inclinação a_i é calculado para cada variável i por meio da seguinte equação:

$$a_i = \ln\left(\frac{0,95}{0,05}\right) \times (x - x_2)$$

Esta equação garante que $\mu_i(x_1) \approx 0,95$ e $\mu_i(x_3) \approx 0,05$, alinhando-se com os pontos de ancoragem definidos. Esta abordagem de calibração permite uma análise nuançada das condições, capturando variações sutis no grau de pertencimento aos conjuntos *fuzzy* e fornecendo uma base robusta para a análise subsequente de condições necessárias e suficientes na fsQCA.

O quarto passo é a análise de escores *fuzzy*. A calibração *fuzzy* permite que cada variável contínua tenha escores que variam entre 0 e 1, refletindo a intensidade com que cada caso pertence aos conjuntos. Esse processo é essencial para a fsQCA, uma vez que facilita a análise de configurações causais complexas e a identificação de condições necessárias e suficientes.

O grau de ajuste das configurações é medido pelas consistências e coberturas dos conjuntos. A consistência mede o nível de compartilhamento de condições para um determinado resultado e a cobertura mensura o quanto uma condição explica determinado resultado (Garcia_Ramos & Diaz, 2021; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017). As configurações estarão ajustadas quando a consistência estiver acima de 0,74 (Ragin, 2008; Pandey et al., 2022; Kaczmarek & Nyuur, 2022) e a cobertura deve variar entre 0,25 e 0,65 para o modelo ser considerado ajustado (Ragin, 2008; Woodside, 2013; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017).

Para ilustrar o processo, considere a variável ROA. Para uma empresa com um ROA no 90º percentil (acima de 90% das demais empresas), essa empresa receberia um escore de pertencimento próximo a 1, indicando plena pertinência ao conjunto de empresas de alto desempenho. Se o ROA estiver próximo à mediana, o escore será 0,5, refletindo ambiguidade sobre seu pertencimento ao conjunto. Por outro lado, um ROA no 10º percentil receberia um escore próximo a 0, indicando plena não pertinência ao conjunto de alto desempenho.

O processo de calibração baseado em percentis e funções logísticas garante uma análise nuançada e precisa das condições analisadas. Ao converter variáveis contínuas em escores fuzzy, a fsQCA permite uma interpretação mais rica dos dados, capturando variações sutis no grau de pertencimento das empresas aos conjuntos.

A consistência e cobertura dos conjuntos resultantes da calibração são os principais indicadores de ajuste das configurações, sendo considerados adequados quando a consistência está acima de 0,74 e a cobertura varia entre 0,25 e 0,65 (Ragin, 2008; Schneider & Wagemann, 2012).

3.5 PROCEDIMENTOS ANALÍTICOS

A QCA é uma metodologia de pesquisa que combina aspectos qualitativos e quantitativos para analisar.

3.5.1 ANÁLISE DE NECESSIDADE E SUFICIÊNCIA

A Análise de Necessidade e Suficiência é uma etapa crítica no processo de fsQCA, pois identifica quais condições (ou combinações de condições) são

fundamentais para que o resultado desejado ocorra. Na fsQCA, uma condição necessária é aquela que sempre está presente quando o resultado ocorre, enquanto uma condição suficiente é aquela que, sozinha, pode garantir a ocorrência do resultado.

3.5.1.1 IDENTIFICAÇÃO DE CONDIÇÕES NECESSÁRIAS

Para testar as condições necessárias, utilizou-se o critério de consistência proposto por Ragin (2008), no qual uma condição é considerada necessária se sua consistência for superior a 0,90. A consistência mede o quanto os casos que compartilham uma condição causal também compartilham o resultado desejado.

Os testes de necessidade foram aplicados tanto para variáveis de características dos conselhos de administração quanto para variáveis financeiras, como ROA, ROE e Q de Tobin, para verificar se alguma dessas condições aparece consistentemente em todas as empresas de alto desempenho. Os critérios para Condições Necessárias são:

- **Consistência** $\geq 0,90$: O valor de consistência acima de 0,90 indica uma forte condição necessária.
- **Cobertura**: Além da consistência, a cobertura da condição é verificada para identificar a abrangência do impacto dessa condição sobre o resultado. A cobertura indica o quão comum essa condição é entre os casos que apresentam o resultado.

3.5.1.2 IDENTIFICAÇÃO DE CONDIÇÕES SUFICIENTES

A análise de suficiência examina se uma ou mais condições, sozinhas ou em combinação, são suficientes para garantir que o resultado ocorra. Para identificar as condições suficientes, utilizamos o critério de consistência de suficiência, que deve ser igual ou superior a 0,75.

As condições suficientes foram analisadas para identificar se há configurações causais — i.e, combinações de características do conselho e da empresa — que levam de forma robusta ao alto desempenho financeiro, representado por variáveis como o ROA e o Q de Tobin. Os critérios para Condições Suficientes são:

- **Consistência** $\geq 0,75$: A consistência de suficiência indica o grau em que as combinações de condições causais são suficientes para produzir o resultado.
- **Cobertura**: Também medimos a cobertura para identificar a **abrangência** da configuração causal no conjunto de resultados. Uma cobertura alta indica que uma combinação de condições é suficiente para explicar a maior parte dos casos com o resultado desejado.

3.5.2 CONSTRUÇÃO DA TABELA DE VERDADE

A construção da tabela verdade consiste em identificar todas as possíveis combinações que geram um resultado. O principal objetivo é sistematizar todos os resultados possíveis para permitir que haja em seguida a minimização dos arranjos encontrados. Nesta pesquisa, inicialmente foram identificadas 131 configurações que causam alto desempenho. No entanto, restaram apenas 21 configurações

significativas após a eliminação dos remanescentes lógicos para os quais não existem suporte empírico.

É comum em pesquisas que utilizam QCA o surgimento de diferentes resultados serem explicados pela mesma combinação. Para estes casos, uma possível solução é o ajuste da consistência dos dados através do processo de minimização lógica. Nesta pesquisa, tratamos as contradições aplicando um valor limiar de 0,80 (Ragin, 2008) para as consistências lógicas com o objetivo de analisar somente as configurações que causam alto desempenho.

3.5.3 MINIMIZAÇÃO BOOLEAN

O algoritmo de Quine-McCluskey é amplamente utilizado em pesquisas que utilizam a QCA como método para executar a minimização lógica das combinações de condições causais. Esse processo simplifica a tabela verdade ao identificar as combinações mínimas de condições necessárias para explicar um determinado resultado.

A aplicação desse algoritmo gera uma configuração minimizada, eliminando combinações redundantes e preservando apenas as condições essenciais para a explicação dos resultados. Isso facilita uma compreensão mais clara das relações causais envolvidas. Nesta pesquisa, foram utilizadas configurações mínimas extraídas com um limiar de consistência de 0,8 para garantir a robustez das combinações.

3.5.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A consistência mensura em quais casos as combinações estão associadas ao resultado com todos os demais casos que as combinações ocorrem. A consistência varia entre 0 e 1, em que os valores próximos a 1 indicam uma forte relação entre as condições e os resultados. A consistência é calculada de acordo com a fórmula abaixo:

$$C = \frac{\sum \min (X_i, Y_i)}{\sum X_i}$$

Em que:

X_i representa os valores de adesão da combinação de condições causais.

Y_i representa os valores de adesão ao resultado.

$\min (X_i, Y_i)$ seleciona o menor valor entre X_i e Y_i indicando a sobreposição entre a combinação de condições e o resultado.

A cobertura mede o alcance da explicação do resultado, indicando a proporção de casos em que o resultado pode ser explicado pelas condições causais identificados, avaliando o quanto as configurações causais são explicadas empiricamente. Segundo Ragin (2008), a cobertura varia entre 0,25 e 0,65 para ser considerada adequada. A cobertura é calculada segundo a fórmula abaixo:

$$Cov = \frac{\sum \min (X_i, Y_i)}{\sum X_i}$$

Em que:

X_i representa os valores de adesão das combinações de condições causais.

Y_i representa os valores de adesão ao resultado

$Min (X_i, Y_i)$ considera apenas os casos em que tanto a combinação de condições quanto o resultado estão presentes, indicando a sobreposição entre eles.

A cobertura é classificada como bruta ou única. A cobertura bruta mensura o quanto uma configuração específica contribui para explicar o desfecho sem excluir a possibilidade de que outras combinações possam cobrir os mesmos casos. Já a cobertura única mede a proporção de casos que uma configuração específica cobre de maneira exclusiva, ou seja, aqueles casos que não são explicados por nenhuma outra combinação de condições.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISES DE SUFICIÊNCIA E NECESSIDADE

As análises de suficiência e necessidade são realizadas através das relações entre conjuntos. A suficiência ocorre quando todos os casos presentes em um dado conjunto também estão presentes em um outro conjunto, não podendo existir nenhum caso em que há a condição de suficiência e não ocorre determinado resultado e a necessidade ocorre quando para uma determinada condição acontecer, necessariamente outra condição também deva existir (Ragin, 2006; Rihoux & Ragin, 2008).

A matriz de coincidência mostra as proporções de configurações das características dos conselhos e das empresas que levam ao alto nível de desempenho, bem como entre quaisquer das características. Quanto as características dos conselhos, empresas consideradas com alto desempenho possuem coincidência com 70,4% para grandes conselhos, 47,8% para a presença

de dualidade do CEO, 66,4% para alta independência do conselho, 65,7% para alta proporção de mulheres e 66,3% para alta experiência dos membros do conselho. Quanto às características da empresa, empresas com alto desempenho compartilham coincidência com 67,8% de casos de empresas consideradas mais antigas, 74,8% com empresas com alto nível de endividamento e 71,2 com empresas consideradas grandes.

TABELA 3: MATRIZ DE SUFICIÊNCIA E NECESSIDADE

	ROA	TAM	DUAL	IND	GEN	EXP	ID	ALAV	TAMA
TAMA	0.712	0.784	0.109	0.559	0.381	0.630	0.654	0.702	1.000
AL	0.748	0.694	0.135	0.494	0.383	0.621	0.683	1.000	0.701
ID	0.678	0.644	0.181	0.425	0.401	0.603	1.000	0.685	0.656
EXP	0.663	0.670	0.155	0.513	0.370	1.000	0.640	0.661	0.670
GEN	0.657	0.657	0.121	0.472	1.000	0.575	0.663	0.634	0.631
IND	0.664	0.756	0.067	1.000	0.392	0.664	0.584	0.680	0.770
DUAL	0.478	0.340	1.000	0.158	0.239	0.477	0.589	0.441	0.355
TAM	0.704	1.000	0.104	0.552	0.399	0.633	0.645	0.697	0.784
ROA	1.000	0.701	0.146	0.482	0.397	0.624	0.676	0.748	0.712

Nota: ROA – retorno sobre os ativos: razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas; ROE – retorno sobre o patrimônio líquido: razão entre o PL e ativo das empresas; QT – Q de Tobin: razão entre o valor de mercado somado às dívidas e o ativo total; TAM – tamanho do conselho: número de membros efetivos nos conselhos; IND – independência do conselho: proporção de membros independentes do conselho; GEN – gênero: proporção de mulheres nos conselhos; DUAL – dualidade do CEO: *dummy* - 1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário; EXP – experiência financeira: proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.; TAMA – tamanho das empresas: logaritmo natural dos ativos das empresas; ALAV - razão entre o passivo exigível e o ativo total; ID – idade das empresas: número de anos desde a constituição da empresa.

Fonte: elaborado pelo autor

Quanto à coincidência de características quaisquer, é possível observar que grandes conselhos estão geralmente relacionados acima de 60% com outras características do conselho e da empresa consideradas altas, com exceção da dualidade do CEO, compartilhada em 34% dos casos com grandes conselhos. A dualidade do CEO está presente entre 0,6% e 18,1% em empresas com configurações de grandes conselhos e de características das empresas consideradas altas. Quanto ao gênero, cabe destacar que altos níveis de presença feminina são compartilhados

em 40,1% com empresas mais antigas, 39,9% com empresas maiores e 39,7% com empresas de alta rentabilidade.

4.2 ANÁLISES DAS CONDIÇÕES NECESSÁRIAS

A análise das condições causais serve para verificar se existem condições que são necessárias para a presença ou ausência de um resultado (Lewellyn et al., 2016; Iannotta et al., 2016; Garcia-Ramos et al., 2021). Segundo Schneider e Wagemann (2012), valores maiores ou iguais a 0,9 para os escores de consistência indicam que determinada condição é necessária para um resultado ou ausência deste. A tabela 4 mostra que nenhum valor foi igual ou superior a 0,9 para todas as características do conselho e da empresa, o que demonstra que nenhuma condição causal é necessária e suficiente para explicar o resultado da empresa, evidenciando assim que há a necessidade de analisar as configurações entre estas condições.

TABELA 4: TESTE DE CONDIÇÕES NECESSÁRIAS

Variável	ROA		ROE		Qtobin	
	Consistência	Cobertura	Consistência	Cobertura	Consistência	Cobertura
TAM	0.698	0.701	0.709	0.675	0.706	0.645
~TAM	0.645	0.642	0.636	0.670	0.644	0.711
DUAL	0.144	0.478	0.129	0.490	0.135	0.497
~DUAL	0.856	0.504	0.871	0.502	0.865	0.501
IND	0.483	0.659	0.500	0.646	0.547	0.639
~IND	0.744	0.586	0.732	0.597	0.704	0.615
GEN	0.398	0.657	0.402	0.637	0.412	0.666
~GEN	0.769	0.551	0.768	0.561	0.770	0.557
EXP	0.623	0.661	0.627	0.673	0.649	0.682
~EXP	0.692	0.654	0.693	0.648	0.668	0.638
ID	0.677	0.678	0.674	0.692	0.673	0.652
~ID	0.657	0.656	0.658	0.641	0.653	0.675
ALAV	0.746	0.746	0.819	0.771	0.675	0.664
~ALAV	0.601	0.601	0.580	0.618	0.657	0.668
~TAMA	0.709	0.709	0.736	0.693	0.692	0.640
~TAMA	0.635	0.635	0.609	0.649	0.655	0.713
CA	0.685	0.642	0.687	0.653	0.606	0.670
~CA	0.630	0.675	0.630	0.664	0.736	0.672

Nota 1: ROA – retorno sobre os ativos: razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas; ROE – retorno sobre o patrimônio líquido: razão entre o PL e ativo das empresas; QT – Q de Tobin: razão

entre o valor de mercado somado às dívidas e o ativo total; TAM – tamanho do conselho: número de membros efetivos nos conselhos; IND – independência do conselho: proporção de membros independentes do conselho; GEN – gênero: proporção de mulheres nos conselhos; DUAL – dualidade do CEO: *dummy* -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário; EXP – experiência financeira: proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.; TAMA – tamanho das empresas: logaritmo natural dos ativos das empresas; ALAV - razão entre o passivo exigível e o ativo total; ID – idade das empresas: número de anos desde a constituição da empresa.

Nota 2: ~ significa ausência do resultado

Fonte: elaborado pelo autor

Estes resultados mostram que diferentemente do que havia sido mostrado em pesquisas correlatas, o impacto da estrutura do conselho no resultado da empresa depende de combinações de características tanto dos conselhos como da empresa e não somente de características isoladas. Estes achados são semelhantes a evidências anteriores (Rodrigues et al., 2020; Garcia Ramos & Diaz, 2021; Kaczmarek & Nyuur, 2022; Shui et al., 2022) que já haviam demonstrado que alguns aspectos das empresas como desempenho social e ambiental, rentabilidade, remuneração, inovação dependem de arranjos de características dos conselhos.

Pesquisas como Garcia-Ramos et al. (2021), Pandey et al. (2022) e Naz et al. (2022) avaliaram que nenhuma característica isolada do conselho de administração é suficiente para explicar os altos desempenhos das empresas. Assim, dado que nenhuma característica do conselho ou da empresa é necessariamente suficiente para explicar o resultado da empresa nesta pesquisa, demonstramos abaixo a análise de suficiência das configurações que explicam o alto nível de desempenho.

4.3 ANÁLISE DAS CONFIGURAÇÕES QUE PROVOCAM ALTO DESEMPENHO

A análise das configurações que causam alto desempenho foram realizadas utilizando-se 3 medidas de desempenho. Os resultados mostram que não há

nenhuma configuração que seja formada por uma única característica, pelo contrário, existem diversas configurações que levam ao alto nível de desempenho.

TABELA 5: CONFIGURAÇÕES QUE PREVEEM ALTOS NÍVEIS DE DESEMPENHO (ROA)

*	TAM	DUAL	IND	GEN	EXP	ID	ALAV	TAMA	Cobertura		Consistência
									bruta	Única	
1		~	~	~	•	~	•		0.258	0.006	0.919
2	~		•	~	•	~		•	0.191	0.001	0.887
3	~		•	~	•		•	•	0.194	0.002	0.918
4		•	•	•	•	~	~	~	0.006	0.000	0.949
5		•	•	•	•		~	~	0.005	0.000	0.958
6	•		~		•	•	•	•	0.269	0.003	0.955
7	~		~			~	•	•	0.297	0.010	0.944
8		~	•	~	~	•			0.221	0.001	0.870
9	•		~	•		~	•		0.166	0.000	0.947
10	~	~			~			•	0.347	0.001	0.870
11	~		~	•				•	0.155	0.002	0.908
12			~	•			•	•	0.205	0.001	0.947
13		~	•		~		•		0.288	0.004	0.887
14		~	•			•	•		0.275	0.004	0.887
15	•	~			~	•			0.337	0.001	0.856
16		~					•	•	0.534	0.006	0.858
17	•	~	~						0.467	0.013	0.790
18	•	~					•		0.523	0.005	0.844
19	•	~				•			0.455	0.008	0.809
20	~	~		~				•	0.365	0.001	0.851
21	•		~	•	•				0.173	0.002	0.888
Cobertura da solução = 0.756									Consistência da solução = 0.733		

Nota 1: ROA – retorno sobre os ativos: razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas; TAM – tamanho do conselho: número de membros efetivos nos conselhos; IND – independência do conselho: proporção de membros independentes do conselho; GEN – gênero: proporção de mulheres nos conselhos; DUAL – dualidade do CEO: *dummy* -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário; EXP – experiência financeira: proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.; TAMA – tamanho das empresas: logaritmo natural dos ativos das empresas; ALAV - razão entre o passivo exigível e o ativo total; ID – idade das empresas: número de anos desde a constituição da empresa

Nota 2: • indica a presença de condições causais (antecedentes); ~ indica a ausência ou negação de condições causais. Espaços em branco indicam que a variável não é necessária para aquela configuração; * representa a coluna das configurações.

Fonte: elaborado pelo autor

Em cada configuração existem variáveis que podem contribuir positiva (representado pelo sinal “•”) ou negativamente (representado pelo sinal “~”) para altos

níveis de desempenho, e ainda há variáveis irrelevantes (representado pelos espaços vazios) para explicar o resultado. A consistência dos resultados é um dos principais validadores da análise qualitativa comparativa pois serve para medir o suporte empírico das relações de causalidades (Ragin, 2006). Segundo Rihoux e Ragin (2008), a consistência mede a proximidade das relações dos conjuntos e avalia o nível que os casos que estão na mesma condição ensejam um determinado resultado. Já a cobertura, segundo Thiem (2010), é semelhante ao R^2 na econometria pois mede o grau em que as condições causais ou combinações contribuem para um resultado.

Os resultados com maior cobertura total indicam que o impacto do tamanho do conselho no desempenho das empresas depende de sua interação com outras variáveis. As configurações que evidenciaram uma relação positiva entre o tamanho do conselho e o desempenho empresarial (6, 9, 15, 17, 18, 19 e 21) revelaram que essa característica está associada à ausência da dualidade do CEO ou a um baixo número de membros independentes. Esses achados sugerem que empresas com conselhos maiores não são necessariamente compostas majoritariamente por membros independentes e tendem a evitar a concentração de poder entre o diretor executivo e o presidente do conselho. Isso reforça a importância de analisar a composição do conselho em conjunto com outras dimensões da governança corporativa para compreender seu impacto na performance organizacional.

Por outro lado, observa-se que grandes conselhos são combinados com altas presenças de mulheres e membros experientes nos conselhos para impactarem positivamente no desempenho. Este resultado sugere que é mais provável que exista diversidade de gênero e membros com expertise financeira em conselhos maiores, o que por conseguinte promove melhores resultados pois é mais provável que as

decisões sejam mais assertivas quando tomadas por membros com experiência e por grupos baseados na pluralidade de opiniões.

Quanto o impacto de pequenos conselhos no desempenho das empresas, as configurações 2, 3, 7, 10, 11 e 20 demonstraram também que a dualidade do CEO continua sendo irrelevante para os resultados, no entanto, observa-se que a independência, a expertise e o gênero dos conselheiros são relevantes para as configurações, bem como o tamanho da empresa deve ser considerado grande para tais resultados. Estes resultados podem sinalizar que conselhos menores precisam destas outras características dos conselhos para promoverem melhores desempenhos, principalmente quando o tamanho do conselhos estiver desalinhado com o porte da empresa.

A dualidade do CEO foi identificada como uma condição necessária para alto desempenho em apenas duas configurações. Nessas configurações, a presença da dualidade torna o desempenho independente do tamanho da empresa, mas exige altos níveis de independência, diversidade de gênero e expertise do conselho. Por outro lado, a não dualidade foi associada a altos desempenhos tanto em conselhos de grande quanto de pequeno porte, desde que combinada com elevados níveis de independência e expertise, enquanto a diversidade de gênero não se mostrou uma variável determinante nessas configurações. Nas demais combinações analisadas, a dualidade do CEO revelou-se insignificante ou desnecessária para explicar altos níveis de desempenho.

A alta independência do conselho está presente em um terço das configurações como fator determinante para alto desempenho. No entanto, observa-se que em nenhuma destas configurações o tamanho do conselho é relevante e em 4 arranjos a

alta experiência é relevante. Estes resultados podem demonstrar que a independência pode ser importante independentemente do tamanho do conselho. Nos casos em que a independência do conselho é irrelevante para explicar o resultado existem outras variáveis que impactam positiva ou negativamente, ou mesmo são ausentes, o que demonstra que para algumas situações a independência é menos importante que outros aspectos do conselho.

Conselhos com alto grau de independência são combinados com empresas com pequenos conselhos, com ou sem dualidade do CEO e com altos e baixos níveis de diversidade de gênero e expertise para gerarem alto desempenho. No entanto, altos níveis de desempenho também são constatados em empresas com baixos níveis de independência, grandes conselhos, não dualidade do CEO, com altos e baixos níveis de diversidade de gênero e com altos níveis de expertise do conselho.

Semelhantemente, a diversidade de gênero e a experiência do conselho foram necessárias em 6 e 7 configurações, respectivamente, em arranjos que causam alto desempenho e em apenas uma configuração o tamanho do conselho foi preponderante para explicar os resultados. Estas combinações acontecem geralmente em empresas grandes (5 configurações), endividadas (4 combinações) e independem da idade. Os resultados demonstram que similarmente aos resultados da independência, a diversidade de gênero e a expertise são características que são relevantes para as empresas sem necessariamente existirem grandes conselhos.

Os resultados obtidos por meio da Análise Comparativa Qualitativa (QCA) podem ser dúbios devido à multiplicidade de combinações de variáveis que levam ao mesmo nível de desempenho. No caso da governança corporativa, observa-se que características como tamanho do conselho, dualidade do CEO, independência,

diversidade de gênero e expertise não apresentam efeitos unidimensionais sobre o desempenho empresarial, mas dependem do contexto em que estão inseridas.

A independência do conselho, por exemplo, aparece como determinante em algumas configurações, mas irrelevante em outras, dependendo da presença de fatores como expertise dos membros e tamanho da empresa. De modo semelhante, a dualidade do CEO é necessária para alto desempenho em apenas algumas configurações, enquanto em outras se mostra irrelevante. Além disso, o tamanho do conselho pode impactar positivamente quando combinado com diversidade de gênero e expertise, mas também pode ser insignificante em outros cenários.

Esses achados evidenciam a não linearidade das relações causais na governança corporativa, onde diferentes configurações de variáveis podem levar a resultados semelhantes. Isso reforça a necessidade de analisar combinações de fatores ao invés de variáveis isoladas, pois a ausência ou presença de uma característica pode ser compensada por outras, resultando em explicações multifacetadas para o desempenho empresarial.

4.3.1 Análise de sensibilidade dos resultados

Com o objetivo de evidenciar maior robustez aos resultados, realizamos os testes de suficiência das configurações com outras variáveis de desempenho. As tabelas 6 e 7 mostram os resultados obtidos.

TABELA 6: CONFIGURAÇÕES QUE PREVEEM ALTOS NÍVEIS DE DESEMPENHO (ROE)

*	TAM	DUAL	IND	GEN	EXP	ID	ALAV	TAMA	Cobertura		Consistência
									bruta	Única	
1	~	•		~	•	•	•	•	0.034	0.003	0.955
2			~	•		~	•	•	0.133	0.000	0.957
3		•		•	•	•	~	~	0.015	0.001	0.929

4	•	~	•	•	~	•			0.136	0.002	0.882
5	•	•	•	•	•	•			0.016	0.002	0.904
6	•	•		•	•	•	~		0.015	0.000	0.951
7	~		~			~	•	•	0.291	0.007	0.938
8		~	~	~	•	•			0.291	0.020	0.854
9			•	•	•	•	•	•	0.290	0.001	0.944
10	~	~	~	•			•	•	0.153	0.003	0.926
11	~	•	•	•				•	0.020	0.004	0.908
12	•	~	~		~	~			0.319	0.007	0.861
13	•	~				•	•	•	0.365	0.018	0.914
14		~			~		•	•	0.421	0.018	0.908
15	•	~			~		•		0.408	0.007	0.883
16			~	~	•	~	•	~	0.251	0.009	0.919
17	•	~	~				•		0.405	0.011	0.885
Cobertura da solução = 0.677									Consistência da solução = 0.823		

Nota 1: ROE – retorno sobre o patrimônio líquido: razão entre o PL e ativo das empresas; TAM – tamanho do conselho: número de membros efetivos nos conselhos; IND – independência do conselho: proporção de membros independentes do conselho; GEN – gênero: proporção de mulheres nos conselhos; DUAL – dualidade do CEO: *dummy* -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário; EXP – experiência financeira: proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.; TAMA – tamanho das empresas: logaritmo natural dos ativos das empresas; ALAV - razão entre o passivo exigível e o ativo total; ID – idade das empresas: número de anos desde a constituição da empresa

Nota 2: • indica a presença de condições causais (antecedentes); ~ indica a ausência ou negação de condições causais. Espaços em branco indicam que a variável não é necessária para aquela configuração; * representa a coluna das configurações.

Fonte: elaborado pelo autor

TABELA 7: CONFIGURAÇÕES QUE PREVEEM ALTOS NÍVEIS DE DESEMPENHO (QTOBIN)

* TAM	DUAL	IND	GEN	EXP	ID	ALAV	TAMA	CA	Cobertura		Consistência
									Bruta	Única	
1	~	~	•	•	•	~	~	~	0.153	0.085	0.912
2	~	•	~	•	•	•	•	•	0.011	0.011	0.948
3	~	~	~	•		~	~	~	0.114	0.003	0.912
4	~	~	•	•	~	•		•	0.075	0.000	0.914
5	~	~	•	•		•	•	~	0.108	0.002	0.905
6	~	~	•	•	•			~	0.086	0.000	0.922
7	~	~	•	•	•	•		~	0.090	0.001	0.900
8	•	~	~	•		~	•	~	0.129	0.004	0.910
9	•	~	•	•		~	•	•	0.100	0.001	0.911
10		~		•	~	~	•	•	0.150	0.011	0.893
11		~	•	•	~	~		•	0.100	0.003	0.919
12	•	~		•		~		~	0.133	0.004	0.895
13	~	~	•	•	~		~	~	0.095	0.001	0.888
14	~	~		•	~	~	~		0.128	0.001	0.898

Cobertura da solução = 0.344
Consistência da solução = 0.867

Nota 1: QT – Q de Tobin: razão entre o valor de mercado somado às dívidas e o ativo total; TAM – tamanho do conselho: número de membros efetivos nos conselhos; IND – independência do conselho: proporção de membros independentes do conselho; GEN – gênero: proporção de mulheres nos conselhos; DUAL – dualidade do CEO: *dummy* -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário; EXP – experiência financeira: proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.; TAMA – tamanho das empresas: logaritmo natural dos ativos das empresas; ALAV - razão entre o passivo exigível e o ativo total; ID – idade das empresas: número de anos desde a constituição da empresa

Nota 2: ● indica a presença de condições causais (antecedentes); ~ indica a ausência ou negação de condições causais. Espaços em branco indicam que a variável não é necessária para aquela configuração; * representa a coluna das configurações.

Fonte: elaborado pelo autor

Os resultados mostram que nenhuma característica isolada do conselho é capaz de explicar o desempenho das empresas. Em todos os testes realizados os resultados mostram que existem várias configurações que levam ao alto desempenho. O tamanho dos conselhos continuou sendo relevante ou não, mas sempre dependendo de outros arranjos. No geral, a dualidade do CEO permanece não impactando ou sendo irrelevante para explicar o resultado. No entanto, configuração 2 da tabela 7 mostrou que a dualidade implica em alto desempenho levando-se em consideração também que haja alta concentração acionária nas empresas, o que evidencia que a concentração de poder pode ensejar a dualidade do CEO.

Quanto à independência, diversidade de gênero e expertise do conselho, os resultados demonstram que tais características são relevantes em conjunto para implicarem o alto desempenho das empresas, sem levar em consideração o tamanho dos conselhos. Para tais características, é relevante o porte da empresa, a idade e o endividamento. As características ao nível da empresa permanecem sendo importantes para explicar os resultados, mas também não são suficientes isoladamente para explicar os resultados.

No geral, a característica tamanho dos conselhos foi importante na maioria das configurações e esteve quase sempre relacionado com a ausência da dualidade do

CEO, mas com a presença de membros independentes e diversos. Estes resultados sugerem que as organizações moldam seu conselhos atendendo em atendimento às legislações e boas práticas que exigem a participação destes membros. Além disso, quando o conselho foi considerado pequeno, a participação de membros experientes demonstrou que pequenos conselhos geralmente preferem membros com expertise dado a necessidade de membros que atendam as necessidades específicas do conselho.

A dualidade do CEO esteve presente na maioria das configurações que possuíam conselhos pequenos e com alta concentração acionária e baixa independência. Este resultado sugere que é mais provável que haja a dualidade em organizações que são formadas por pequenos grupos ou que possuem o poder concentrado em poucos acionistas. Quanto à independência dos membros, as configurações que mostraram alta presença destes membros geralmente estão combinadas com grandes conselhos e pela ausência da dualidade do CEO, o que demonstra que a probabilidade de possuir membros independentes cresce ao passo que os conselhos aumentam de tamanho e há a separação dos órgãos da administração.

Conselhos com maiores quantidades de mulheres estão geralmente relacionados com grandes conselhos. Assim, demonstra-se que a diversidade de gênero ainda é preterida, uma vez que não existem combinações de conselhos pequenos e diversos. Quanto à experiência, observa-se que grandes quantidades de membros experientes geralmente se combinam com características que exigem tal configurações, como é o caso de conselhos pequenos e com dualidade do CEO. A

tabela 8 apresenta a síntese da contribuição de cada variável para explicar o resultado.

TABELA 8: RESUMO DAS PARTICIPAÇÕES / AUSÊNCIAS NAS CONFIGURAÇÕES

Var.	ROA			ROE			Qtobin		
	Pos.	Neg.	Não importa	Pos.	Neg.	Não importa	Pos.	Neg.	Não importa
TAM	7/21	6/21	8/21	7/17	4/17	6/17	3/14	9/14	1/14
DUAL	2/21	11/21	8/21	5/17	8/17	4/17	1/14	13/14	0/14
IND	7/21	6/21	8/21	4/17	11/17	6/17	8/14	3/14	3/14
GEN	6/21	5/21	10/21	8/17	3/17	6/17	13/14	0/14	1/14
EXP	7/21	4/21	10/21	7/17	4/17	6/17	3/14	5/14	6/14
ID	5/21	5/21	11/21	8/17	4/17	5/17	4/14	7/14	3/14
ALAV	10/21	2/21	9/21	10/17	2/17	5/17	5/14	4/14	5/14
TAMA	9/21	2/21	10/21	8/17	2/17	7/17	4/14	3/14	7/14
CA	-	-	-	-	-	-	3/14	7/14	4/14

Nota 1: ROA – retorno sobre os ativos: razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas; ROE – retorno sobre o patrimônio líquido: razão entre o PL e ativo das empresas; QT – Q de Tobin: razão entre o valor de mercado somado às dívidas e o ativo total; TAM – tamanho do conselho: número de membros efetivos nos conselhos; IND – independência do conselho: proporção de membros independentes do conselho; GEN – gênero: proporção de mulheres nos conselhos; DUAL – dualidade do CEO: *dummy* -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário; EXP – experiência financeira: proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.; TAMA – tamanho das empresas: logaritmo natural dos ativos das empresas; ALAV - razão entre o passivo exigível e o ativo total; ID – idade das empresas: número de anos desde a constituição da empresa
 Nota 2: ● indica a presença de condições causais (antecedentes); ~ indica a ausência ou negação de condições causais. Espaços em branco indicam que a variável não é necessária para aquela configuração; * representa a coluna das configurações.

Fonte: elaborado pelo autor

No processo de calibragem das variáveis contínuas é utilizado o padrão de pertinências que variam entre 0 e 1, sendo que pontuações próximas de 1 indicam adesão total, pontuações próximas de 0 indicam não adesão e o ponto médio 0,5 indica ambiguidade severa. Dessa forma, o valor limiar para pertencimento ao grupo é definido como a mediana da amostra. Como forma de mostrar robustez aos resultados, calibramos todas as variáveis utilizando âncoras qualitativas que possuem valor limiar no percentil 40 e no percentil 60.

Os resultados (em apêndice) continuam demonstrando não haver nenhuma característica ao nível de conselho nem ao nível de empresa que explique o

desempenho das empresas, nem para maior, nem para menor, mas sim que existem combinações entre a presença, a ausência e até mesmo a irrelevância de características para explicar o desempenho das empresas. Esses resultados são robustos e demonstram não haver sensibilidade quanto modificado o processo de calibragem das variáveis.

4.3.2 Análise setorial

Estudos que utilizam métricas de desempenho podem sofrer influência de características peculiares dos setores que as empresas atuam. Com o objetivo de verificar se alguma configuração em específico ocorre em um determinado setor, realizamos as análises das configurações por setores (valores não reportados por conta da extensão dos mesmos). A tabela 9 apresenta a quantidade de vezes que determinada característica estava presente ou ausente nos resultados que previam alto desempenho das empresas. A diferença da soma dos resultados e o total de configurações mostra o número de configurações em que tal característica do conselho não é relevante.

TABELA 9: ANÁLISE SETORIAL (ROA)

SETOR	Obs	Med	Conf	TAM		DUAL		IND		GEN		EXP	
				Pre	Aus	Pre	Aus	Pre	Aus	Pre.	Aus	Pre.	Aus
Agro e Pesca	54	1,787	10	4	1	0	0	7	1	0	1	2	6
Alimentos e Bebidas	138	1,610	6	3	1	0	6	3	1	3	1	3	1
Comércio	238	3,948	8	3	3	7	1	2	6	3	1	3	3
Construção	323	-4,339	15	7	4	5	8	4	6	4	8	3	6
Eletroeletrônico	47	-1,717	4	3	0	2	0	0	4	0	4	2	0
Energia Elétrica	646	3,984	13	3	4	4	9	0	9	2	7	3	5
Mineração	55	-589,6	7	4	1	0	6	2	3	3	4	2	3
Máquinas Industriais	66	-7,951	8	6	0	0	8	4	1	1	2	0	4
Outros	989	-88,24	17	6	1	0	10	2	9	2	8	7	3
Petróleo e Gás	110	1,610	11	5	3	0	11	2	7	2	4	1	5
Química	100	4,554	3	2	1	0	3	2	1	0	3	1	2

Siderur & Metal.	225	-0,818	12	4	1	2	10	2	9	3	4	6	0
Software e Dados	82	7,534	8	3	2	2	6	2	6	6	0	3	3
Telecomunicações	85	-51,52	5	4	1	1	4	1	4	3	2	3	0
Textil	218	0,376	11	5	3	1	10	3	5	2	6	1	4
Transporte Serviços	227	1,744	6	3	1	0	3	0	5	3	2	2	4
Veículos e peças	188	-51,06	12	5	3	0	12	3	6	3	7	2	3

Fonte: elaborado pelos autores.

Nota 1: Obs – Observações; Med – média; Conf – quantidade de configurações; Pre – presença; Aus – Ausência.

Os resultados mostram que no geral o tamanho do conselho é característica fundamental para explicar o alto desempenho das empresas. Em todos os setores, há combinações que grandes conselhos provocam alto desempenho, mas há também situações em que o alto desempenho é constatado em empresa com pequenos conselhos, bem como existem situações em que o tamanho do conselho é irrelevante. Quanto à dualidade do CEO, os resultados permanecem demonstrando que o alto desempenho das empresas está ligado à ausência de tal fenômeno ou que tal característica do conselho é irrelevante para o resultado.

A independência, a diversidade de gênero e a expertise do conselho apresentaram resultados semelhantes nos resultados estratificados por setores. No geral, estas características permanecem presentes, ausentes ou irrelevantes para explicar o alto desempenho das empresas. Cabe destacar que em nenhuma configuração dos setores foi totalmente explicado apenas por características ao nível de empresa, tendo sempre uma ou mais características da empresa impactando positivamente ou negativamente o alto desempenho das empresas.

Com a divisão da amostra por setores também é possível evidenciar que a quantidade de observações ou média da métrica de desempenho não é capaz de enviesar os resultados. É possível observar que existem setores com mais observações que outros e com menos configurações que explicam o resultado e vice-

versa, como por exemplo os setores agro e pesca (54 observações e 10 configurações) e comércio (238 observações e 8 configurações). Quanto a média da métrica de desempenho, existem setores com médias muito próximas ou distantes que apresentam configurações de mesmas dimensões e com características semelhantes, como, por exemplo, os setores de energia elétrica e construção.

Com efeito, a análise setorial é essencial na QCA aplicada à governança corporativa porque permite capturar diferenças estruturais, regulatórias e competitivas entre setores. Modelos de governança variam conforme nível de regulação, concentração acionária e exigências de transparência, impactando a relevância de variáveis como independência do conselho, dualidade do CEO e diversidade de gênero. Além disso, setores regulados exigem maior conformidade, enquanto setores inovadores podem se beneficiar de governança mais flexível. A estrutura de propriedade e os modelos de tomada de decisão também diferem, influenciando a governança. Assim, a análise setorial evita generalizações imprecisas, garantindo resultados mais contextuais e robustos na QCA.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Pesquisas que utilizam a técnica de análise comparativa qualitativa buscam demonstrar quais combinações de diferentes variáveis podem explicar um resultado através de arranjos de conjuntos. Nesta pesquisa, o tamanho do conselho se mostrou relevante para explicar o alto desempenho das empresas. A literatura já havia demonstrado que esta característica pode estar relacionada com o alto (Afrifa & Taurigana, 2015; Hamid & Purbawangsa, 2022; Goel et al., 2022; Wattanatorn &

Padungsaksawasdi, 2022) e com o baixo desempenho (Guest, 2008; Harris & Raviv, 2008; Young et al., 2008).

Os resultados obtidos nesta pesquisa corroboram a literatura, pois evidenciaram que grandes conselhos fazem parte de configurações que causam altos desempenhos, baixos desempenhos e em algumas situações são irrelevantes para o resultado, como já havia sido relatado por Garcia-Ramos et al. (2021), Pandey et al. (2022) e Naz et al. (2022). No entanto, os resultados não demonstram que o tamanho dos conselhos seja suficiente e necessário para explicar o desempenho da empresa, sendo relevante quando combinado com a presença ou ausência de outros fatores.

Pesquisas anteriores que investigaram a dualidade do CEO em configurações complexas para a explicação de um resultado evidenciaram que tal característica dos conselhos faz parte de configurações que explicam resultados de desempenho ambiental, remuneração do CEO e inovação, impactando positiva, negativamente ou mesmo sendo irrelevante para o resultado (Shui et al., 2022; Dwekat et al., 2020; Misangyi & Acharya, 2014; Lewellyn & Muller-Kahle, 2016; Rodrigo et al., 2020).

Quanto à dualidade do CEO nesta pesquisa, grande parte dos resultados demonstraram que tal fenômeno é irrelevante para explicar o resultado ou está ausente nas combinações que resultam em altos desempenhos. Considerando a Teoria da Agência, a dualidade do CEO pode ensejar a necessidade de maior monitoramento, dado que a ocupação de cadeiras na presidência do conselho e na diretoria da empresa pela mesma pessoa pode enfraquecer o controle e o monitoramento do conselho (Ozdemir et al., 2021; Yu, 2022).

No entanto, duas configurações evidenciaram que a dualidade do CEO promove resultados de alto desempenho. Todavia, em umas destas configurações a

alta concentração acionária também foi detectada como característica necessária para o alto desempenho. Este resultado pode ser explicado pelo fato de empresas com estruturas de propriedades concentradas tenderem a nomear a mesma pessoa para os cargos de presidência do conselho e diretor-executivo.

No que tange a independência do conselho, esta característica apresentou evidências que explicam o alto e o baixo desempenho das empresas, bem como configurações que são não dependem da independência do conselho. Este resultado é similar ao encontrado por Misangyi e Acharya (2014), Garcia-Ramos et al. (2021), Shui et al. (2021) e Pandey et al. (2022) que haviam demonstrado que a independência do conselho não pode isoladamente explicar o resultado de diferentes resultados da empresa como performance, desempenho ambiental, inovação e remuneração do CEO.

A relação entre o desempenho das empresas e a independência do conselho depende de outros fatores como o ambiente institucional, os objetivos e as estratégias das empresas (Potharla & Amirishetty, 2021), o que pode ensejar relações em formato de U (De Andres & Vallelado, 2008; Fauzi & Locke, 2012) e em outros casos até relações insignificantes (Haldar et al., 2018). Assim, o fato da independência do conselho apresentar resultados que contribuem para o alto e para o baixo desempenho das empresas, bem como ser irrelevante em algumas configurações sinaliza que há interdependência de fatores que se ajustam para explicar o resultado (Wu et al., 2014; Misangyi et al., 2017).

A presença de mulheres nos conselhos de administração tem apresentado resultados dúbios em relação ao desempenho das empresas, demonstrando algumas vezes impacto positivo, principalmente pelo fato de melhorar o poder de

monitoramento e controle, uma vez que podem perceber de maneira mais otimizada determinadas situações (Arora, 2022; Usman et al., 2019; Nguyen, 2020), e em outras vezes impacto negativo ou sem relevância (Ionascu et al., 2018; Ujunwa et al., 2012; Rahman & Chen, 2022).

Os resultados obtidos nesta pesquisa mostram que a diversidade de gênero pode contribuir de maneira positiva ou negativa e até mesmo ser irrelevante para o desempenho das empresas e não promove isoladamente nenhum resultado para as empresas, semelhantemente ao que já havia sido evidenciado por Pandey et al. (2022) e Garcia-Ramos e Diaz (2021). Contudo, quando combinada com outros fatores, a diversidade de gênero pode ser fundamental para a efetividade do conselho (Kaczmarek & Nyuur 2021).

Quanto à expertise financeira do conselho, resultados de pesquisas anteriores já haviam documentado que a diversidade de experiências está relacionada com a continuidade dos negócios e a gestão de riscos (Schnatterly et al., 2021), dado que a experiência financeira do conselho promove maior facilidade no tratamento e análise de informações de caráter financeiro (Harris & Raviv, 2008) e auxilia na proposição de políticas corporativas financeiras mais eficientes (Kim et al. 2014).

No entanto, os resultados desta pesquisa demonstraram que a expertise financeira do conselho analisada isoladamente não promove o desempenho das empresas, sendo necessário combiná-la com outros fatores para que a empresa alcance alto desempenho. Com efeito, a expertise financeira só é relevante para explicar o desempenho da empresa quando é combinada com questões como a independência e a diversidade de gênero dos conselhos, e em alguns casos é

relevante também em grandes conselhos de empresas consideradas maduras e alavancadas.

Pesquisas anteriores que utilizaram análise comparativa qualitativa como metodologia relataram a importância do número de observações para a robustez dos resultados (Garcia Ramos & Diaz, 2021; Kaczmarek & Nyuur, 2022; Shui et al., 2022). A análise por setores demonstrou que os resultados gerais não são necessariamente influenciados pelo tamanho do setor ou pela média da medida de resultado. Todos os setores utilizados na amostra apresentaram configurações distintas para explicar o alto desempenho independentemente da quantidade de observações. Estes resultados demonstram que os resultados gerais refletem a realidade de todos os setores, uma vez que nenhuma característica do conselho e da empresa foram capazes de influenciar positiva ou negativamente algum setor maneira isolada.

Quanto às hipóteses da pesquisa, o teste de condições necessárias demonstrou que não existe nenhuma característica do conselho que seja necessária e suficiente para explicar o desempenho da empresa, o que confirma a hipótese 1. Com isso, ficou evidenciado que o desempenho é de fato explicado pela interdependência de várias características dos conselhos, o que confirma a hipótese 1a da pesquisa.

Sucessivamente, os testes que mostraram as configurações que causam alto desempenho da empresa evidenciaram que existem diferentes combinações de características dos conselhos que podem levar ao mesmo nível de desempenho, confirmando assim a hipótese 2. Nestas configurações, as características dos conselhos contribuíram tanto para o alto como para o baixo desempenho das

empresas, bem como foram irrelevantes em outras situações. Estes resultados confirmam as hipóteses 3 e 3a da pesquisa.

Os resultados também demonstraram que o fato de uma característica contribuir positivamente para o desempenho da empresa não demonstraria necessariamente que tal atributo do conselho é oposto a outras características. De fato, existem configurações que são formadas por características que impactam positivamente e outras características que impactam negativamente, ou seja, existem características do conselho que causam altos níveis de desempenho e não são opostas aquelas que causam baixo nível de desempenho, o que confirma a hipótese 4 da pesquisa.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A literatura recente demonstra que a governança corporativa é um importante determinante do desempenho das empresas e o conselho de administração é um elemento primordial de governança das entidades. Contudo, estudos têm demonstrado a relação de características isoladas dos conselhos com o desempenho, o que pode demonstrar que há características que se sobrepõem as demais, não havendo entre elas interdependência para explicar os resultados. A interdependência das características do conselho de administração foi analisada nesta pesquisa como explicação alternativa para o desempenho das empresas.

Outro ponto a ser considerado é o fato de as empresas estarem moldando seus conselhos baseados em legislações ou códigos de governança e não de acordo com as formações que promovem a efetividade do conselho e conseqüentemente a maximização do desempenho. Com efeito, os resultados heterogêneos e múltiplos

desta pesquisa demonstram que diferentes combinações de características dos conselhos são responsáveis por diferentes resultados para o desempenho, o que demonstra não haver uma configuração perfeita ou imperfeita, mas sim arranjos de características que podem melhorar o desempenho das empresas.

Os resultados demonstraram que nenhuma configuração complexa é formada sem a participação de ao menos uma característica do conselho ou formada com a presença de todas as características analisadas. Com efeito, portanto, sugere-se que um atributo específico do conselho deve ser combinado com outros fatores intrínsecos ao próprio conselho, com a ausência de certos fatores ou até mesmo com o resultado contrário de outros fatores, bem como com características da empresa como o porte, a idade e a alavancagem para explicar determinado resultado.

As evidências demonstram que algumas características são relacionadas tanto com o alto como com o baixo desempenho e até mesmo irrelevantes para explicar o resultado. Assim, é possível observar que o fato de uma característica do conselho contribuir positivamente para o desempenho da empresa não a afasta de outras características que contribuem negativamente para o alto desempenho da empresa. Dessa forma, evidenciamos que ainda que uma característica isolada do conselho não seja suficiente e necessária para explicar um resultado, não é prudente afastá-la de outras características, uma vez que a combinação delas é que provocam determinado resultado através de arranjos complexos.

A pesquisa contribui para as discussões das implicações do conselho de administração no desempenho da empresa. Ao abordar em que circunstâncias diferentes aspectos dos conselhos afetam o desempenho da empresa, formuladores de políticas de governança devem enxergar que os conselhos devem ser formados a

fim de proporcionarem à empresa condições de agregar múltiplas facetas do conselho e da empresa para atingir alto níveis de desempenho, propondo assim modelos de conselhos heterogêneos e baseados também em características em nível de empresa.

Quanto à literatura, esta pesquisa contribui empiricamente demonstrando em quais circunstância antecedentes do conselho e da empresa promovem o desempenho da empresa, seja positivamente ou negativamente, utilizando-se de uma abordagem metodológica que aborda relações de pertencimentos de conjuntos que não são investigadas nos métodos tradicionais de análises de regressões. Além disso, a pesquisa avança ao demonstrar as configurações que impactam cada setor isoladamente, evidenciando, portanto, que os resultados gerais não apresentam vieses causados por características específicas de determinado setor.

A Análise Comparativa Qualitativa (QCA) Apresenta algumas limitações que devem ser consideradas. A escolha das variáveis e dos limiares de calibração pode impactar significativamente os resultados, gerando diferentes interpretações. Além disso, a QCA pode identificar múltiplas combinações que levam ao mesmo resultado (equifinalidade), tornando difícil determinar quais fatores são mais críticos para a formulação de recomendações práticas. Outra limitação está na dependência do tamanho da amostra, pois amostras pequenas reduzem a generalização dos achados, enquanto amostras grandes aumentam a complexidade da análise. Além disso, QCA tem uma interpretação temporal limitada, pois não captura mudanças ao longo do tempo, o que dificulta análises evolutivas da governança corporativa.

A pesquisa tem como limitação o número reduzido de informações acerca das empresas, dado que a amostra se limita às empresas listadas de capital aberto

listadas na B3. Um número maior de informações poderia contribuir com uma visão mais ampla das características dos conselhos de administração, o que por conseguinte geraria resultados mais robustos e consistentes. Sugere-se que pesquisas futuras explorem outras características dos conselhos de administração e das empresas, bem como comparem resultados em diferentes mercados desenvolvidos e em desenvolvimento.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The journal of finance*, 62(1), 217-250. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x>
- Adams, R. B., Akyol, A. C., & Verwijmeren, P. (2018). Director skill sets. *Journal of Financial Economics*, 130(3), 641-662. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.010>
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of financial economics*, 100(1), 154-181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: what is the trigger? *Organization studies*, 25(3), 415-443. <https://doi.org/10.1177/0170840604040669>
- Ahmed, K., Hossain, M., & Adams, M. B. (2006). The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate governance: an international review*, 14(5), 418-431. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00515.x>
- Akbar, S., Poletti-Hughes, J., El-Faitouri, R., & Shah, S. Z. A. (2016). More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the application of generalized method of moments estimation. *Research in International Business and Finance*, 38, 417-429. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.03.009>
- Albitar, K., Abdoush, T., & Hussainey, K. (2022). Do corporate governance mechanisms and ESG disclosure drive CSR narrative tones?. *International Journal of Finance & Economics*.
- Almagtome, A., Khaghaany, M., & Önce, S. (2020). Corporate governance quality, stakeholders' pressure, and sustainable development: An integrated

- approach. *International Journal of Mathematical, Engineering and Management Sciences*, 5(6), 1077. <https://pdfs.semanticscholar.org/6379/8d50dc7494860823d00927e09a2121ced28c.pdf>
- Amin, H. M., Mohamed, E. K., & Hussain, M. M. (2021). Corporate governance practices and firm performance: a configurational analysis across corporate life cycles. *International Journal of Accounting & Information Management*. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2020-0186>
- Arora, A. (2022). Gender diversity in boardroom and its impact on firm performance. *Journal of Management and Governance*, 26(3), 735-755. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-021-09573-x>
- Ayuso, S., Rodríguez, M. A., García-Castro, R., & Ariño, M. A. (2014). Maximizing stakeholders' interests: An empirical analysis of the stakeholder approach to corporate governance. *Business & society*, 53(3), 414-439. <https://doi.org/10.1177/0007650311433122>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance?. *The Review of financial studies*, 22(2), 783-827. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=593423
- Berger, E. S. (2016). Is qualitative comparative analysis an emerging method?—Structured literature review and bibliometric analysis of QCA applications in business and management research. *Complexity in entrepreneurship, innovation and technology research*, 287-308. 10.1007/978-3-319-27108-8_14
- Berg-Schlosser, D., De Meur, G., Rihoux, B., & Ragin, C. C. (2009). Qualitative comparative analysis (QCA) as an approach. *Configurational comparative methods: Qualitative comparative analysis (QCA) and related techniques*, 1, 18. https://us.sagepub.com/sites/default/files/upm-assets/23236_book_item_23236.pdf
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance*, 58, 142-168. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.006>
- Bhatt, P. R., & Bhatt, R. R. (2017). Corporate governance and firm performance in Malaysia. *Corporate Governance: The international journal of business in society*. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0054>
- Bunget, O. C., Mateş, D., Dumitrescu, A. C., Bogdan, O., & Burcă, V. (2020). The link between board Structure, audit, and performance for corporate sustainability. *Sustainability*, 12(20), 8408. <https://doi.org/10.3390/su12208408>

- Cámara, S. S., Ruiz, D. M., & González, F. A. (2021). Social capital and internationalization of family SMEs in Campeche, México: a qualitative comparative analysis. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 23, 252-277. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v23i2.4104>
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of business ethics*, 83(3), 435-451. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Campello, M. (2006). Debt financing: Does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, 82(1), 135-172. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.04.001>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Chen, H. L. (2011). Does board independence influence the top management team? Evidence from strategic decisions toward internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 334-350. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00850.x>
- Chen, K. Y., & Zhou, J. (2007). Audit committee, board characteristics, and auditor switch decisions by Andersen's clients. *Contemporary Accounting Research*, 24(4), 1085-1117. <https://doi.org/10.1506/car.24.4.2>
- Crespí-Cladera, R., & Pascual-Fuster, B. (2014). Does the independence of independent directors matter? *Journal of Corporate Finance*, 28, 116-134. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.009>
- Cuadrado-Ballesteros, B., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2017). Board structure to enhance social responsibility development: A qualitative comparative analysis of US companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 524-542. <https://doi.org/10.1002/csr.1425>
- Cucari, N. (2019). Determinants of say on pay vote: a configurational analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 15(3), 837-856. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11365-018-0556-x>
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of management Journal*, 58(5), 1572-1593. <https://www.jstor.org/stable/24758234>
- Cunha, D. R. D. S., De Moura, A. A. F., & Cruz, P. B. D. (2022). Impact of women and ethics committees on firms' value and financial performance. *The International Journal of Human Resource Management*, 33(20), 4034-4057. <https://doi.org/10.1080/09585192.2021.2013923>

- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate governance: an international review*, 24(3), 222-241. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.005>
- De Andres, P., & Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of banking & finance*, 32(12), 2570-2580. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.05.008>
- Dodd, O., Frijns, B., & Garel, A. (2022). Cultural diversity among directors and corporate social responsibility. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102337.
- Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of financial economics*, 96(2), 195-214.
- Duppati, G., Rao, N. V., Matlani, N., Scrimgeour, F., & Patnaik, D. (2020). Gender diversity and firm performance: evidence from India and Singapore. *Applied Economics*, 52(14), 1553-1565.
- Dwekat, A., Seguí-Mas, E., Tormo-Carbó, G., & Carmona, P. (2020). Corporate governance configurations and corporate social responsibility disclosure: Qualitative comparative analysis of audit committee and board characteristics. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2879-2892.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(3), 231-243.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate governance: An international review*, 11(2), 102-111.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fauzi, F., & Locke, S. (2012). Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms. *Asian Academy of Management and Penerbit Universiti Sains Malaysia*.8(2),43-67.
- Filatotchev, I., & Wright, M. (2017). Methodological issues in governance research: An editor's perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 25(6), 454-460.

- Fiss, P. C. (2011). Building better causal theories: A fuzzy set approach to typologies in organization research. *Academy of management journal*, 54(2), 393-420.
- Florackis, C., Kostakis, A., & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance. *Journal of business research*, 62(12), 1350-1357.
- Gai, S. L., Cheng, J. Y. J., & Wu, A. (2021). Board design and governance failures at peer firms. *Strategic Management Journal*, 42(10), 1909-1938.
- Gan, D., & Erikson, T. (2022). Venture governance: CEO duality and new venture performance. *Journal of Business Venturing Insights*, 17, e00304.
- Garcia-Castro, R., & Aguilera, R. V. (2014). Family involvement in business and financial performance: A set-theoretic cross-national inquiry. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 85-96.
- García-Ramos, R., & Díaz, B. D. (2021). Board of directors structure and firm financial performance: A qualitative comparative analysis. *Long Range Planning*, 54(6), 102017.
- Goel, A., Dhiman, R., Rana, S., & Srivastava, V. (2022). Board composition and firm performance: empirical evidence from Indian companies. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*.
- Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P. C., & Aguilera, R. V. (2018). Studying configurations with qualitative comparative analysis: Best practices in strategy and organization research. *Strategic Organization*, 16(4), 482-495.
- Guest, P. M. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 51-72.
- Gupta, P. P., Kennedy, D. B., & Weaver, S. C. (2009). Corporate governance and firm value: Evidence from Canadian capital markets. *Corporate Ownership and Control Journal*, 6(3).
- Haldar, A., Shah, R., Rao, S. N., Stokes, P., Demirbas, D., & Dardour, A. (2018). Corporate performance: does board independence matter?—Indian evidence. *International Journal of Organizational Analysis*.
- Hamid, N., & Purbawangsa, I. B. A. (2022). Impact of the board of directors on financial performance and company capital: Risk management as an intervening variable. *Journal of Co-Operative Organization and Management*, 10(2), 100164.
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832.

- Hassan, M. K., & Halbouni, S. S. (2013). Corporate governance, economic turbulence and financial performance of UAE listed firms. *Studies in Economics and Finance*, 30(2), 118-138.
- Huang, H., Lobo, G. J., & Zhou, J. (2009). Determinants and accounting consequences of forming a governance committee: Evidence from the United States. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 710-727.
- Huang, W., & Teklay, B. (2021). Business Professors in the Boardroom: Can they walk-the-talk?. *Finance Research Letters*, 39, 101590.
- Iannotta, M., Gatti, M., & Huse, M. (2016). Institutional complementarities and gender diversity on boards: A configurational approach. *Corporate Governance: An International Review*, 24(4), 406-427.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2015). Código das melhores práticas de governança corporativa. São Paulo, SP.
- Ionascu, M., Ionascu, I., Sacarin, M., & Minu, M. (2018). Women on boards and financial performance: Evidence from a European emerging market. *Sustainability*, 10(5), 1644.
- Jaafar, A., Hodgkinson, L., & Kao, M. F. (2019). *Ownership Structure, Board of Directors and Firm Performance: Evidence from Taiwan* (No. 19011).
- James, H. L., Borah, N., & Lirely, R. (2020). The effectiveness of board independence in high-discretion firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
- 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., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.
- Jermias, J., & Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The british accounting review*, 46(2), 135-153.
- Jhunjhunwala, S., & Mishra, R. K. (2012). Board diversity and corporate performance: The Indian evidence. *IUP Journal of Corporate Governance*, 11(3), 71.
- 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.
- Kaczmarek, S., & B Nyuur, R. (2022). The implications of board nationality and gender diversity: evidence from a qualitative comparative analysis. *Journal of Management and Governance*, 26(3), 707-733.

- Kim, K., Mauldin, E., & Patro, S. (2014). Outside directors and board advising and monitoring performance. *Journal of accounting and economics*, 57(2-3), 110-131.
- Kolev, K. D., Wangrow, D. B., Barker III, V. L., & Schepker, D. J. (2019). Board committees in corporate governance: a cross-disciplinary review and agenda for the future. *Journal of Management Studies*, 56(6), 1138-1193.
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella Jr, A. A. (2014). CEO duality: A review and research agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286.
- Lewellyn, K. B., & Muller-Kahle, M. I. (2016). The configurational effects of board monitoring and the institutional environment on CEO compensation: a country-level fuzzy-set analysis. *Journal of Management & Governance*, 20(4), 729-757.
- Li, J., Wei, M., & Lin, B. (2016). Does top executives' US experience matter? Evidence from US-listed Chinese firms. *China Journal of Accounting Research*, 9(4), 267-282.
- Liao, L. K., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2), 169-192.
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of corporate Finance*, 30, 223-244.
- Manna, A., Sahu, T. N., & Gupta, A. (2016). Impact of ownership structure and board composition on corporate performance in Indian companies. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(1), 44-66.
- Mansour, M., Aishah Hashim, H., Salleh, Z., Al-ahdal, W. M., Almaqtari, F. A., & Abdulsalam Qamhan, M. (2022). Governance practices and corporate performance: Assessing the competence of principal-based guidelines. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2105570.
- Mardawi, Z., Dwekat, A., Meqbel, R., & Ibáñez, P. C. (2023). Configurational analysis of corporate governance and corporate social responsibility reporting assurance: understanding the role of board and CSR committee. *Meditari Accountancy Research*, (ahead-of-print).
- Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1681-1705.
- Misangyi, V. F., Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P. C., Crilly, D., & Aguilera, R. (2017). Embracing causal complexity: The emergence of a neo-configurational perspective. *Journal of management*, 43(1), 255-282.

- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Board characteristics and firm value for Indian companies. *Journal of Indian Business Research*.
- Naz, M. A., Ali, R., Rehman, R. U., & Ntim, C. G. (2022). Corporate governance, working capital management, and firm performance: Some new insights from agency theory. *Managerial and Decision Economics*, 43(5), 1448-1461.
- Nguyen, P. (2020). Board gender diversity and cost of equity. *Applied Economics Letters*, 27(18), 1522-1526.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter? *International Review of Financial Analysis*, 41, 148-161.
- Ozdemir, O., Erkmen, E., & Binesh, F. (2022). Board diversity and firm risk-taking in the tourism sector: Moderating effects of board independence, CEO duality, and free cash flows. *Tourism Economics*, 28(7), 1782-1804.
- Pandey, N., Andres, C., & Kumar, S. (2022). Mapping the corporate governance scholarship: Current state and future directions. *Corporate Governance: An International Review*.
- Pandey, N., Kumar, S., Post, C., Goodell, J. W., & García-Ramos, R. (2022). Board gender diversity and firm performance: A complexity theory perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 1-32.
- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. *Journal of Business Research*, 89, 229-234.
- Peris, R. W., Contani, E., Savoia, J. R. F., & Bergmann, D. R. (2017). Does better corporate governance increase operational performance? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). A resource dependence perspective. In *Interorganizational relations. The structural analysis of business*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394-410.
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of management Journal*, 58(5), 1546-1571.
- Potharla, S., & Amirishetty, B. (2021). Non-linear relationship of board size and board independence with firm performance—evidence from India. *Journal of Indian Business Research*.

- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251-1297.
- Ragin, C. C. (1987). *The comparative method: Moving beyond qualitative and quantitative strategies*. Berkeley: University of California Press.
- Ragin, C. C. (2000). *Fuzzy-set social science*. University of Chicago Press.
- Ragin, C. C. (2006). The limitations of net-effects thinking. In *Innovative comparative methods for policy analysis: Beyond the quantitative-qualitative divide* (pp. 13-41). Boston, MA: Springer US.
- Ragin, C. C. (2008). *Redesigning social inquiry: Set relations in social research*. Chicago: Univ.
- Rahman, M. J., & Chen, X. (2022). CEO characteristics and firm performance: evidence from private listed firms in China. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, (ahead-of-print).
- Rihoux, B., & Marx, A. (2013). Qualitative comparative analysis at 25: State of play and agenda. *Political Research Quarterly*, 167-171.
- Rihoux, B., & Ragin, C. C. (2008). *Configurational comparative methods: Qualitative comparative analysis (QCA) and related techniques*. Sage Publications.
- Rodrigues, R., Samagaio, A., & Felício, T. (2020). Corporate governance and R&D investment by European listed companies. *Journal of Business Research*, 115, 289-295.
- Roig-Tierno, N., Huarng, K. H., & Ribeiro-Soriano, D. (2016). Qualitative comparative analysis: Crisp and fuzzy sets in business and management. *Journal of Business Research*, 69(4), 1261-1264.
- Samara, G., & Berbegal-Mirabent, J. (2018). Independent directors and family firm performance: does one size fit all? *International Entrepreneurship and Management Journal*, 14(1), 149-172.
- Schnatterly, K., Calvano, F., Berns, J. P., & Deng, C. (2021). The effects of board expertise-risk misalignment and subsequent strategic board reconfiguration on firm performance. *Strategic Management Journal*, 42(11), 2162-2191.
- Schneider, C. Q., & Wagemann, C. (2012). *Set-theoretic methods for the social sciences: A guide to qualitative comparative analysis*. Cambridge University Press.
- Shui, X., Zhang, M., Smart, P., & Ye, F. (2022). Sustainable corporate governance for environmental innovation: A configurational analysis on board capital, CEO power and ownership structure. *Journal of Business Research*, 149, 786-794.

- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British journal of management*, 29(1), 171-190.
- Škare, M., & Golja, T. (2014). The impact of government CSR supporting policies on economic growth. *Journal of policy modeling*, 36(3), 562-577.
- Škare, M., & Hasić, T. (2016). Corporate governance, firm performance, and economic growth—theoretical analysis. *Journal of Business Economics and Management*, 17(1), 35-51.
- Song, B., Chung, H., Kim, B. J., & Sonu, C. H. (2023). Do business trainings for audit committees matter in organizations? Focusing on earnings management. *Finance Research Letters*, 51, 103423.
- Spitzeck, H., & Hansen, E. G. (2010). Stakeholder governance: how stakeholders influence corporate decision making. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 10(4), 378-391.
- Thiem, A., & Dusa, A. (2013). QCA: A Package for Qualitative Comparative Analysis. *R J.*, 5(1), 87.
- Ujunwa, A., Okoyeuzu, C., & Nwakoby, I. (2012). Corporate board diversity and firm performance: Evidence from Nigeria. *Revista de Management Comparat International*, 13(4), 605.
- Uribe-Bohorquez, M. V., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2018). Board independence and firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Research*, 88, 28-43.
- Usman, M., Farooq, M. U., Zhang, J., Makki, M. A. M., & Khan, M. K. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?. *Managerial Auditing Journal*.
- Wattanatorn, W., & Padungsaksawasdi, C. (2022). The board effectiveness index and stock price crash risk. *Managerial Finance*, 48(1), 126-135.
- Woodside, A. G. (2014). Embrace• perform• model: Complexity theory, contrarian case analysis, and multiple realities. *Journal of Business Research*, 67(12), 2495-2503.
- Wu, P. L., Yeh, S. S., & Woodside, A. G. (2014). Applying complexity theory to deepen service dominant logic: Configurational analysis of customer experience-and-outcome assessments of professional services for personal transformations. *Journal of business research*, 67(8), 1647-1670.
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *The Journal of Risk Finance*.

- Yeh, Y. H., Chung, H., & Liu, C. L. (2011). Committee independence and financial institution performance during the 2007-08 credit crunch: Evidence from a multi-country study. *Corporate Governance-An International Review*, 19(5), 437-458.
- Yoshikawa, T., & Phan, P. H. (2003). The performance implications of ownership-driven governance reform. *European Management Journal*, 21(6), 698-706.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.
- Yu, M. (2022). CEO duality and firm performance: A systematic review and research agenda. *European Management Review*.
- Zalata, A. M., Tauringana, V., & Tingbani, I. (2018). Audit committee financial expertise, gender, and earnings management: Does gender of the financial expert matter? *International review of financial analysis*, 55, 170-183.

APÊNDICE B – TESTES DE ROBUSTEZ PARA VALORES LIMIARES DIFERENTES DA MEDIANA.

TABELA 11: CONFIGURAÇÕES QUE PREVEEM ALTOS NÍVEIS DE DESEMPENHO (ROA) – VALOR LIMAR – PERCENTIL 40.

•	TAM	DUAL	IND	GEN	EXP	ID	ALAV	TAMA	Cobertura		Consistência
									bruta	Única	
1		~			•	•	•		0.364	0.002	0.909
2		~	•			•	•		0.466	0.006	0.904
3	•			•	~	•		•	0.384	0.003	0.929
4	•	•		•	•	•			0.334	0.000	0.908
5	•			•	•	~		•	0.342	0.000	0.889
6		~		~		•			0.364	0.001	0.909
7		~	•	~		•			0.390	0.003	0.912
8	•				•		•		0.473	0.003	0.931
9					~			~	0.536	0.002	0.894
10			•			~		•	0.430	0.001	0.846
11							•	•	0.638	0.002	0.924
12				•				•	0.708	0.002	0.877
13			•					•	0.729	0.002	0.836
14	•	~							0.667	0.025	0.767
15	•				•			•	0.661	0.000	0.823
Cobertura da solução = 0.875									Consistência da solução = 0.742		

Nota 1: ROA – retorno sobre os ativos: razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas; TAM – tamanho do conselho: número de membros efetivos nos conselhos; IND – independência do conselho: proporção de membros independentes do conselho; GEN – gênero: proporção de mulheres nos

conselhos; DUAL – dualidade do CEO: *dummy* -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário; EXP – experiência financeira: proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.; TAMA – tamanho das empresas: logaritmo natural dos ativos das empresas; ALAV - razão entre o passivo exigível e o ativo total; ID – idade das empresas: número de anos desde a constituição da empresa

Nota 2: • indica a presença de condições causais (antecedentes); ~ indica a ausência ou negação de condições causais. Espaços em branco indicam que a variável não é necessária para aquela configuração; * representa a coluna das configurações.

Fonte: elaborado pelo autor

TABELA 11: CONFIGURAÇÕES QUE PREVEEM ALTOS NÍVEIS DE DESEMPENHO (ROA) – VALOR LIMAR – PERCENTIL 60.

*	TAM	DUAL	IND	GEN	EXP	ID	ALAV	TAMA	Cobertura		Consistência
									bruta	Única	
1		•	~	•	•	~	•		0.026	0.003	0.937
2	•		~	~		~	~		0.311	0.003	0.954
3	~		~		~		•	•	0.337	0.005	0.959
4			•		•	•	•	•	0.220	0.003	0.967
5			~	•				•	0.230	0.001	0.930
6	~			•			•	•	0.251	0.000	0.956
7			~	•			•	•	0.273	0.000	0.969
8		~	•		•		•		0.314	0.001	0.923
9	•		~	•	•				0.210	0.001	0.950
10		~		~	•				0.450	0.014	0.788
11				•		•		•	0.270	0.001	0.890
12		~	•	~					0.393	0.007	0.782
13		~						•	0.694	0.015	0.706
14		~				•			0.481	0.036	0.720
15	•	~							0.537	0.007	0.755
16	~				•	~	•	•	0.320	0.002	0.951
17			~		•	~	•	•	0.318	0.000	0.967
Cobertura da solução = 0.877									Consistência da solução = 0.641		

Nota 1: ROA – retorno sobre os ativos: razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas; TAM – tamanho do conselho: número de membros efetivos nos conselhos; IND – independência do conselho: proporção de membros independentes do conselho; GEN – gênero: proporção de mulheres nos conselhos; DUAL – dualidade do CEO: *dummy* -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário; EXP – experiência financeira: proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia.; TAMA – tamanho das empresas: logaritmo natural dos ativos das empresas; ALAV - razão entre o passivo exigível e o ativo total; ID – idade das empresas: número de anos desde a constituição da empresa

Nota 2: • indica a presença de condições causais (antecedentes); ~ indica a ausência ou negação de condições causais. Espaços em branco indicam que a variável não é necessária para aquela configuração; * representa a coluna das configurações.

Fonte: elaborado pelo autor.

Capítulo 4

EFEITO DO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE GOVERNANÇA E EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é analisar a existência de moderação do comitê financeiro na relação entre a estrutura de governança corporativa e a eficiência dos investimentos. A motivação para este estudo surge a partir de evidências empíricas que mostram que o comitê financeiro é uma importante ferramenta de apoio para as políticas e decisões financeiras das empresas, bem como uma ferramenta que sinaliza qualidade na governança corporativa. A pesquisa utiliza uma amostra de empresas brasileiras não financeiras listadas na B3 no período entre 2010 e 2022. Os resultados mostraram que a existência de um comitê financeiro maximiza a eficiência dos investimentos quando relacionado com características de governança como o percentual de indicações pelo controlador, participações em reuniões, remuneração da gestão, estruturas familiares, experiência da gestão e diversidade de gênero. Estes resultados indicam que, além do comitê financeiro causar impacto direto na eficiência dos investimentos, ele promove a melhoria das decisões tomadas pela estrutura de governança quando considerado alguns aspectos formadores desta. As discussões enriquecem a literatura que trata sobre governança corporativa ao demonstrar que um fator de governança facultativo para as empresas ajuda a melhorar os resultados dos investimentos. Para o mercado em geral, os resultados demonstram que é indicado para as empresas a formação dos comitês financeiros para a maximização da qualidade dos investimentos e conseqüentemente para o aumento da geração de valor.

Palavras-chave: Estrutura de governança; Eficiência dos investimentos; Comitê financeiro.

1 INTRODUÇÃO

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a estrutura de governança corporativa é formada pelo conjunto de agentes, órgãos e as relações entre eles que compõem o sistema de governança corporativa. Dentre estes agentes podemos citar a diretoria executiva responsável pela gestão e condução das organizações e o conselho de administração que tem como função a definição de estratégias, o monitoramento e supervisão da gestão (IBGC, 2023), que devem estarem alinhadas para garantir que tais estruturas funcionem na cooperação entre as partes interessadas para gerarem e distribuírem valores aos acionistas (Stoelhorst, 2021).

Neste contexto, a estrutura de governança deve ser implementada e utilizada pelas empresas para o desenvolvimento de práticas e políticas corporativas que reflitam em processos e tarefas que garantam maiores e melhores benefícios organizacionais (Uyar et al., 2022). Desta forma, as empresas têm se preocupado em estabelecer sistemas e estruturas de governança corporativa que busquem minimizar quaisquer desvios da geração e maximização de valor (Lin et al., 2022), uma vez que um dos objetivos centrais da estrutura de governança é evitar a destruição de valor e estimular investimentos rentáveis para a empresa (Stoelhorst, 2021).

Dentre os agentes de governança corporativa, o conselho de administração, que além de monitorar e assessorar a administração também participa da formulação de políticas corporativas de cunho financeiro, é considerado elemento primordial para o desempenho das empresas (Sanan, 2019; Tahir et al., 2020). Desta forma, empresas que possuem conselhos fortes tendem a enfrentar menos problemas de

agência (Tinaikar & Xu, 2023), e conseqüentemente possuem maior probabilidade de gerar riqueza (Black et al., 2006), uma vez que o desempenho das empresas está relacionado com a eficiência do investimento (Tinaikar & Xu, 2023).

Empresas que apresentam estruturas de governança consolidadas tendem a descentralizar determinadas atribuições dos conselhos, delegando-as a grupos menores de executivos. Esse processo visa possibilitar que decisões sejam fundamentadas em recomendações formuladas por agentes especializados em áreas específicas, resultando na constituição dos comitês do conselho (Yeh et al., 2011). Tais comitês operam como instâncias auxiliares dos conselhos, contribuindo para a otimização do desempenho de suas funções e responsabilidades no âmbito da governança corporativa (Gai et al., 2021). Dessa forma, a diversidade e a presença de múltiplos comitês podem ser indicativos da qualidade do modelo de governança adotado pela organização (Yeh et al., 2011).

Pesquisas sobre comitês do conselho de administração relatam que a formação e efetividade destes órgãos internos possuem a capacidade de melhorar a eficiência da governança corporativa e conseqüentemente o desempenho das empresas (Chen & Zhou, 2007; Gai, et al., 2021; Song et al., 2023). Estudos recentes têm analisado as implicações da formação de comitês na estrutura de governança das empresas e no desempenho destas, principalmente referentes ao comitê de auditoria (Alqatamin, 2018; Al Farooque et al., 2020; Alzeban, 2020; Al-ahdal & Hashim, 2022), ao comitê de sustentabilidade (Suttipun & Dechthanabodin, 2022; Cooper & Uzun, 2022; Kizys, et al., 2023) e ao comitê de governança (Henri & Heroux, 2019; Khalid, 2019).

Além destes, dentre os diversos comitês que são formados, o comitê de investimentos / finanças, doravante comitê financeiro, tem como função monitorar os

recursos financeiros das empresa e garantir que as decisões de investimentos das empresas sejam otimizados e gerem valor (Al-Hadi et al., 2020; Al-Dhamari et al., 2023). A existência de um comitê financeiro possibilita que seus membros se dediquem ao monitoramento e assessoramento de decisões de investimentos e tem em vista garantir que os gestores avaliem corretamente o risco e divulguem informações de qualidade sobre os projetos de investimentos (Basu & Lee, 2022; Al-Dhamari et al. 2023).

Estudos recentes que abordaram os efeitos da existência de comitês financeiros se concentraram em analisar a relação destes comitês com a liquidez de caixa (Eulaiwi et al., 2020; Al-Hadi et al., 2020), com restrições financeiras (Al-Dhamari et al., 2023) e com a formação de portfólios de investimentos (Xidonas et al., 2021). Especificamente quanto à eficiência dos investimentos, Eulaiwi et al. (2021) e Basu e Lee (2022) evidenciaram que a existência de um comitê financeiro está relacionado com o desempenho da empresa e com a eficiência dos investimentos.

Dessa forma, dado que os comitês financeiros fazem parte de algumas estruturas organizacionais, a existência de tais comitês deve ser capaz de influenciar as decisões tomadas pela estrutura de governança corporativa sobre os investimentos (Yeh et al., 2011; Gai et al., 2021; Song et al., 2023). Neste contexto, fica evidenciado que o comitê financeiro representa um fator de impacto para a eficiência dos investimentos e pode impactar a estrutura de governança nas políticas e decisões de investimentos.

Neste contexto, espera-se que o comitê financeiro desempenhe um papel essencial na relação entre governança corporativa e a eficiência dos investimentos ao atuar como um mecanismo de supervisão e controle que reduz assimetrias

informacionais, aprimora a alocação de recursos e mitiga riscos financeiros, garantindo assim que os recursos sejam alocados de forma estratégica e sustentável, reduzindo riscos e maximizando o valor para os acionistas e demais *stakeholders*. Dessa forma, esta pesquisa tem como objetivo analisar o efeito da existência de comitês financeiro na relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos investimentos das empresas brasileiras de capital aberto não financeiras listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3).

Os investimentos das empresas devem estar relacionados nas pautas dos comitês financeiros, o que por conseguinte faz com que estas empresas precisem do assessoramento destes comitês pelo fato dos investimentos estarem diretamente relacionados com a rentabilidade e com o crescimento da empresa (Basu & Lee, 2022). Dessa forma, acionistas e investidores em geral devem apoiar a decisão da implantação de um comitê financeiro dentro da estrutura de governança para obtenção de uma gestão financeira de qualidade que promova decisões financeiras de investimentos e financiamentos que sejam rentáveis e que minimizem os riscos (Al-Hadi et al., 2020; Al-Dhamari et al., 2023; Song et al., 2023).

Esta pesquisa contribui para o avanço acadêmico e científico ao aprimorar teorias existentes e oferecer insights práticos para empresas e formuladores de políticas. Sua relevância abrange aspectos teóricos, empíricos, metodológicos e práticos, impactando a governança corporativa e a eficiência dos investimentos. O estudo tem o potencial de fundamentar decisões estratégicas empresariais, influenciar políticas regulatórias e fortalecer a base analítica para futuras pesquisas.

Do ponto de vista teórico, a pesquisa expande o conhecimento sobre governança corporativa, aperfeiçoando a teoria da agência e conectando-a à teoria

dos mercados. No campo empírico, a pesquisa busca demonstrar a relação causal entre a atuação do comitê financeiro e a eficiência dos investimentos, permitindo comparações entre setores e países, além de avaliar seu impacto no desempenho financeiro das empresas. Já no âmbito prático, as descobertas podem melhorar as práticas de governança, orientar reguladores e formuladores de políticas e propor indicadores para mensurar a eficácia dos comitês financeiros.

A relevância dos comitês financeiros está associada ao fato de que os investimentos das empresas são cruciais para a rentabilidade e o crescimento organizacional. Esses comitês desempenham um papel fundamental ao fornecer assessoramento especializado na tomada de decisões financeiras, ajudando a garantir que os investimentos sejam rentáveis e que os riscos sejam minimizados. Dessa forma, a criação de um comitê financeiro dentro da estrutura de governança é uma decisão estratégica que deve ser apoiada por acionistas e investidores.

O estudo também discute como os comitês financeiros podem impactar a performance dos investimentos ao aplicar as melhores práticas de governança corporativa. Ele apresenta evidências de que a especialização na gestão financeira pode melhorar a alocação de capital e contribuir para decisões mais eficazes em relação aos aportes de investimentos. Empresas que adotam comitês financeiros podem sinalizar ao mercado uma maior preocupação com a alocação eficiente de capital, o que pode influenciar positivamente a percepção dos investidores.

Além disso, os achados da pesquisa interessam não apenas às empresas, mas também aos reguladores. A exigência da formação de comitês financeiros pode ser considerada para setores de alto risco, garantindo maior segurança na tomada de decisões financeiras. Reguladores podem enfatizar a importância desses comitês

como uma boa prática de governança corporativa para diferentes setores econômicos. Dessa forma, a pesquisa contribui para o desenvolvimento acadêmico, a gestão estratégica e a regulação do mercado, oferecendo um panorama abrangente sobre o papel dos comitês financeiros na governança corporativa e na eficiência dos investimentos.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 ESTRUTURA DE GOVERNANÇA

A literatura define a governança corporativa sob diferentes aspectos e perspectivas, no entanto, há um consenso que uma boa estrutura de governança corporativa aumenta o valor das empresas e atende a todas as partes interessadas, principalmente aos acionistas (Guizani & Ajmi, 2021), e deve, portanto, implementar todos os mecanismos possíveis para minimizar comportamentos morais ou oportunistas derivados dos problemas de agência que podem destruir o valor da empresa (Qubbaja, 2018). Assim, a estrutura de governança deve ser utilizada para a promoção e desenvolvimento de políticas que transformem os processos gerenciais nos maiores benefícios organizacionais possíveis (Uyar et al., 2023).

A governança corporativa funciona como um conjunto integrado de fatores que juntos desempenham as atividades inerentes à sua natureza, dado que fatores isolados não garantem a plena funcionalidade do sistema (Larcker et al., 2007; Kasbar et al., 2023; Yi, 2023). Assim, a estrutura de governança deve envolver todos os aspectos gerenciais que garantam a conformidade processual, bem como deve implementar mecanismos de controles para garantir os interesses dos acionistas e

das demais partes interessadas (Aras & Crowther, 2008; Thamaree & Zaby, 2023), gerando e distribuindo riqueza para estas partes (Basyith et al., 2022).

Neste contexto, a estrutura de governança deve ser orientada para as tarefas que agreguem valor para a empresa e mantenham os processos em conformidade com as políticas e diretrizes empresariais (Guizani & Ajmi, 2021; Kasbar et al., 2023). Assim, os princípios de governança devem ser alinhados para garantir que os ativos das empresas gerem resultados que interessem aos acionistas e aos gestores, sendo tais resultados alcançados quando os conflitos entre as partes são minimizados e os interesses diferentes dos interesses empresariais são minimizados (James et al., 2020; Souther, 2021).

A governança corporativa depende de fatores internos e externos à entidade que possuem entre si uma relação de interdependência que garantem o funcionamento da estrutura de governança na totalidade (Schiehl et al., 2014; Duong et al., 2022). Os fatores externos são relacionados com legislações, decisões políticas, variáveis de mercado, concorrência que devem impactar no desempenho e valor da empresa (Basyith et al., 2022; Aras et al., 2023), enquanto os fatores internos estão ligados a estrutura corporativa e a conformidade das boas práticas de governança que estão geralmente relacionadas com os conselhos de administração, com a diretoria, com os contratos e com a estrutura de propriedade (Van et al., 2020; Saona et al., 2020).

Nesta seara de fortalecimento dos mecanismos de estrutura de governança, aspectos referentes à composição da estrutura, remuneração, relacionamento com as partes interessadas e configuração de propriedade podem ser considerados fatores que estão relacionados à governança corporativa de excelência (Jiraporn &

Chintrakarn, 2009; Van et al., 2020). Segundo Cheng et al. (2022), a remuneração dos executivos, por exemplo, pode aliviar o risco de emprego dos gerentes, enquanto a estrutura de propriedade adequada diminui os riscos oriundos do oportunismo de alguns acionistas que podem surgir a partir de interesses privados de alguns deles (Van et al., 2020; Li et al., 2022).

Outro fator relevante na estrutura de governança das empresas é o conselho de administração das empresas que, dentre outras funções, participa da formulação da política corporativa e monitoram e assessoram a gestão (Ullah et al., 2020; Tahir et al., 2020). Os conselhos de administração são órgãos colegiados que desempenham importante papel no direcionamento estratégico das empresas (Bhagwat & Yonker, 2018; Bhat et al., 2019) e sua estrutura está relacionada com diversos aspectos empresariais como endividamento (dos Santos, 2021; Doan & Nguyen, 2018), a qualidade da informação contábil (Saona et al., 2020) e com a geração de valor e rentabilidade (Baglioni & Colombo, 2013).

As características dos conselhos de administração podem influenciar as decisões de supervisão e monitoramento (Tahir et al., 2020; Gyapong et al., 2021). Fatores como a quantidade de membros (Boumosleh & Cline, 2015; Bzeouich et al., 2019), a proporção de conselheiros independentes (Muniandy & Hillier, 2015; Tahir et al., 2020) e a diversidade de gênero (Mirza et al., 2020; Ullah et al., 2020) podem refletir nas decisões do conselho, uma vez que tais características podem indicar comportamentos diferentes nas tarefas de supervisão e monitoramento (Abad et al., 2017; Tahir et al., 2020; Rajkovic, 2020).

Outros fatores relacionados a separação de controle e propriedade como a dualidade do CEO (Krause, 2017; Duru et al., 2016) e a proporção de conselheiros

indicados pelo acionista controlador (Husain & Juhmani, 2020; Dos Santos, 2023) também podem afetar as decisões do conselho uma vez que podem existir comportamentos para atender a objetivos de determinadas partes, sem, no entanto, levar em considerações as diretrizes estratégicas das empresas. No entanto, o alinhamento entre controle e propriedade pode resultar em benefícios para a entidade quando o compartilhamento das funções é utilizado para promover os interesses corporativos que atendam aos interesses tanto do agente como do principal (Nguyen et al., 2015; Serra et al., 2016).

A idade média dos conselheiros e dos diretores executivos também pode influenciar na tomada de decisão, pois a diversidade de gerações, hábitos e experiências podem estar associados com fatores como risco e produtividade (Loderer et al., 2017; Oliveira & Zhang, 2022; Tejerina-Gaite & Fernández-Temprano, 2021), bem como com a expertise nos setores e negócios que as empresas operam (Whitler et al., 2018). Já a remuneração do conselho e da diretoria são consideradas variáveis importantes na estrutura de governança das empresas, pois estão relacionadas a decisões que visam equilibrar os incentivos da administração e criação de valor para os acionistas (Al-Gamrh et al., 2020; Kyere & Ausloos, 2021), uma vez que o conselho tem o poder de decidir sobre a remuneração da administração e os acionistas aprovam o pagamento dos conselheiros (Arayakarnkul et al., 2022).

2.2 EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

A rentabilidade dos investimentos é, inicialmente, o único fator que deveria atingir as decisões de investimentos das empresas em um mercado perfeito (Modigliani & Miller, 1958). No entanto, a literatura tem apontado que outros fatores

derivados dos problemas de agência e da assimetria da informação causam distorções no comportamento dos investimentos corporativos (Chen et al., 2023). Dessa forma, os investimentos corporativos são suscetíveis a fatores internos e externos às empresas que podem alterar a qualidade e a quantidade destes investimentos, e conseqüentemente interferirem na geração de valor para o acionista (Ullah et al. 2020; Zhao et al., 2023).

As decisões de investimentos das empresas geram bons resultados quando os gestores investem em projetos com retornos positivos (Modigliani & Miller, 1958). Com efeito, um dos principais objetivos das gestões empresariais é melhorar a eficiência dos investimentos das empresas, uma vez que tal eficiência é primordial para o sucesso da gestão dos negócios, bem como no desempenho a longo prazo (Zhao et al., 2023). No entanto, além de estar relacionado com o desempenho da empresa, a eficiência dos investimentos também está relacionada com as incertezas corporativas, com a assimetria informacional e com os conflitos de agência (Tinaikar & Xu, 2023).

As decisões de investimentos estão relacionadas com o custo marginal que as empresas pretendem suportar em determinado investimento, continuando a aportar capital até que os benefícios se igualem ao custo marginal (Almazan et al., 2005; Biddle & Hilary, 2006). No entanto, as empresas têm se afastado de seus níveis ideais de investimentos, tanto por superinvestir como por subinvestir (Zhao et al. 2023), causando ineficiência resultante do desvio do investimento realizado com o investimento em nível ótimo, o que por conseguinte podem atrapalhar o valor de mercado das empresas no longo prazo (Richardson, 2006).

A literatura aponta que a ineficiência do investimento está ligada a problemas de seleção adversa (Myers & Majuf, 1984), a problemas de agência (Jensen,

1986; Jensen e Meckling, 1976) e fatores ligados a excesso de confiança gerencial (Malmendier & Tate, 2005; Lin et al., 2022). O subinvestimento pode surgir quando os gestores possuem mais informações que as demais partes relacionadas sobre as condições das empresas e supervalorizam os títulos, gerando assim exigência de retornos mais altos por partes dos investidores, sendo que tal exigência pode ser recusada pelos gestores que podem deixar de investir em projetos rentáveis, causando assim subinvestimento (Pikulina et al., 2017; Gao et al., 2021).

O subinvestimento também pode ser causado pela assimetria da informação entre gestores e investidores em momentos posteriores à realização dos investimentos (Gao et al., 2021; Zhao et al. 2023). Com efeito, gerentes com perfis conservadores ao risco podem não aceitar projetos rentáveis com receio de fracassarem em tais projetos, prejudicando assim o acionista (Ullah et al., 2020). Assim, quando os gerentes são bem supervisionados, preferem serem conservadores a construírem uma carteira ótima de investimentos, o que resulta em desvio para baixo do nível ideal de investimentos que causa subinvestimento (Bertrand & Mullainathan, 2003).

Já o superinvestimento também pode ser explicado levando-se em consideração a teoria da agência (Ullah et al. 2020; Gao et al. 2021). Gerentes podem e devem examinar com precisão o valor gerado a partir do retorno de certos investimentos, mas podem abdicar destes para escolher investimentos que os proporcionem benefícios privados em detrimento de benefícios para os acionistas, em especial quando a empresa possui muitos recursos para investir (Zhao et al. 2023). Além disso, as empresas que têm lucros inesperados podem investir em projetos

pouco rentáveis simplesmente para não desistirem de tais investimentos, causando assim superinvestimento e por vezes perda de valor da empresa (Lin et al., 2022).

Outro fator que pode levar ao superinvestimento é o excesso de confiança dos gestores que podem elevar a autoestima, superestimarem suas habilidades e aumentarem suas chances de sucesso sem levar em conta os riscos potenciais dos investimentos (Malmendier & Tate, 2005; Lin et al., 2022). Segundo Zhao et al. (2023), os gestores mais antigos são suscetíveis ao viés de excesso de autoconfiança que pode interferir nas decisões de investimentos, e conseqüentemente fazer com que a empresa se desvie do seu nível ideal de investimento. Além disso, o processo de fusões e aquisições corporativas também podem sofrer efeito do excesso de confiança do CEO, que pode levar a destruição de valor do acionista (Kong et al., 2020).

2.3 COMITÊS FINANCEIROS, GOVERNANÇA CORPORATIVA EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

A formação de comitês financeiros pretende estabelecer uma comunicação eficaz e uma supervisão confiável das políticas de gerenciamento de riscos corporativos e dos mecanismos relacionados assuntos financeiros (Al-Hadi, et. al.,2016; Al-Hadi, et. al.,2021). Empresas que possuem comitês financeiros concentram suas decisões financeiras em executivos que possuem expertise para lidar com o assunto, o que pode garantir que tais decisões sejam mais assertivas que daquelas empresas que concentram suas decisões em executivos individuais (Ellis, 2011; Eulaiwi et al., 2021).

Dentre as funções dos comitês financeiros estão as tomadas de decisões de investimentos e a supervisão e monitoramento do conselho nos assuntos relacionados à política de investimentos, a alocação de ativos, a escolha das melhores ações e a seleção de executivos para a área de investimentos (Al-Hadhi et al., 2020; Eulaiwi, et al., 2021). As funções desempenhadas pelos comitês financeiros buscam garantir que as melhores oportunidades de investimentos e decisões financeiras sejam identificadas a fim de maximizar a riqueza dos acionistas e o valor das empresas (Chen et al., 2011; Al-Hadi, et. al.,2016).

Segundo Basu e Lee (2022), os comitês financeiros são criados a partir de necessidades específicas das empresas ou simplesmente pela necessidade de supervisionar e aconselhar a administração das empresas em assuntos financeiros, constituindo-se em uma ferramenta eficaz na alocação de recursos. Outras pesquisas (Al-Hadi et al.,2016; Eulaiwi et al., 2018; Al-Hadi, 2020; Basu & Lee, 2022; Al-Dhamari et al. 2023) examinaram o efeito da existência de um comitê financeiro sobre diferentes aspectos financeiros. Segundo Eulaiwi et al. (2018), empresas que possuem comitês de investimentos aumentam a liquidez de caixa com maior ênfase nos estágios de crescimento e maturidade. Semelhantemente, Al-Hadi et al. (2020) avaliaram que a existência de um comitê de investimento está associado ao aumento de caixa corporativo, principalmente naqueles comitês mais experientes e independentes.

Al-Dhamari et al. (2023) evidenciaram que empresas que possuem comitê financeiro enfrentam menos dificuldades financeiras, dado que os comitês atuam para melhorar os aspectos financeiros relacionados a dívida. Segundo Al-Hadi et al. (2020), a gestão de risco de liquidez e mercado é uma função importante dos comitês de

investimentos, e, segundo Jiang et al. (2023), uma adequada gestão de riscos corporativos melhora a sensibilidade dos investimentos e melhora tanto a ineficiência quanto reduz o excesso de investimento.

Especificamente quanto à eficiência dos investimentos, Basu e Lee (2022) documentaram que existe uma fraca associação positiva entre a existência de um comitê financeiro e o desempenho da empresa, mas evidenciaram que a existência de um comitê financeiro melhora o desempenho dos investimentos. Do mesmo modo, Eulaiwi et al. (2021) evidenciaram que a existência de um comitê de investimento está associada a redução do super e do subinvestimento, uma vez que os comitês de investimentos devem melhorar a supervisão e o controle das práticas financeiras relacionadas com os investimentos.

Neste contexto, a estrutura de governança corporativa é uma importante variável para as decisões de investimentos corporativos, uma vez que tais estruturas são indispensáveis para se avaliar a capacidade e qualidade dos investimentos que as empresas são capazes de realizar e manter (McCahery et al., 2016). Além disso, os comitês financeiro são um importante mecanismo de governança corporativa, pois os membros dedicados a estes comitês podem se concentrar nos processos dos investimentos, garantindo desta forma que os investimentos possuam qualidade e gerem valor para as partes interessadas (Al-Hadi et al., 2020).

Com efeito, os comitês financeiros possibilitam que seus membros se dediquem ao monitoramento e assessoramento de decisões de investimentos, o que consequentemente pode fazer com que os gestores avaliem corretamente o risco e divulguem informações de qualidade sobre os projetos de investimentos (Basu & Lee, 2022; Al-Dhamari et al., 2023). Dessa maneira, empresas que buscam excelência em

governança corporativa estão propensas a constituírem comitês financeiros (Yeh et al., 2011; Gai et al., 2021), dado que a existência de tais comitês possuem a capacidade de melhorar a eficiência das estruturas de governança corporativa e das decisões relativas aos investimentos (Cheng & Wu, 2021; Song et al., 2023). Assim, elaboramos a primeira hipótese desta pesquisa:

Hipótese 1: A existência de um comitê financeiro fortalece a relação entre a governança e a eficiência dos investimentos.

As discussões a respeito da independência dos conselhos têm enfatizado que a presença de membros externos melhora o desempenho da empresa, uma vez que conselheiros independentes podem maximizar o monitoramento (Kim et al., 2014; Basu & Liang, 2019). Nesse contexto, diversos estudos analisaram a independência dos comitês financeiros, destacando o impacto da composição desses grupos na governança corporativa. Segundo Klein (1998), comitês que contam com a participação de membros externos podem agregar valor à empresa. Entretanto, outras pesquisas apresentam uma perspectiva mais cautelosa: Reeb & Upadhyay (2010) e Faleye et al. (2011) argumentam que a predominância de membros independentes pode gerar custos adicionais para a organização, tornando essa estrutura menos eficiente em determinadas circunstâncias.

Apesar dessas divergências, estudos mais recentes reforçam os benefícios da independência nos comitês. Al-Dhamari et al. (2023) evidenciaram que comitês de investimentos compostos por um número significativo de membros independentes estão associados à redução de dificuldades financeiras. De forma semelhante, Basu e Lee (2022) documentaram que comitês financeiros altamente independentes

apresentam uma relação positiva com melhores níveis de investimentos corporativos. Esses achados sugerem que a presença de conselheiros externos pode contribuir para um processo decisório mais eficiente e transparente.

Além disso, a participação de membros independentes nos comitês pode favorecer a comunicação entre esses grupos e o próprio conselho, uma vez que a dinâmica informacional varia conforme a composição do comitê. Adams et al. (2021) destacam que comitês formados exclusivamente por membros externos apresentam um fluxo de informações distinto daqueles que incluem membros internos. Assim, elaboramos a segunda hipótese da pesquisa.

Hipótese 2: Há uma relação positiva entre a independência do comitê financeiro e a eficiência dos investimentos.

Hipótese 2a: A independência do comitê financeiro fortalece a relação entre a governança corporativa e a eficiência dos investimentos.

A metodologia adotada em trabalhos que tratam de comitês tem utilizado a busca por termos ou palavras que denotem similaridade com assuntos diversos (Al-Dhamari et al., 2023; Al-Hadi et al., 2020; Basu & Lee, 2022). Mais especificamente com os comitês financeiros, Base e Lee (2022) utilizaram 12 termos referentes a assuntos financeiros para identificar empresas que possuem comitês desta natureza, sem, no entanto, considerar a especificidade dos comitês necessariamente financeiros e/ou de investimentos.

No caso específico do Brasil, há a definição de alguns comitês específicos como o comitê de auditoria, o comitê de riscos, o comitê de ética, o comitê de pessoas e o comitê financeiro, bem como existem comitês genéricos que tratam de assuntos

variados e diversos. No caso específico do comitê financeiro exclusivo, espera-se que a atuação seja voltada para assuntos inerentes a questões financeiras como riscos, liquidez, investimentos, créditos e riscos sistêmicos dos mercados, com proposição estratégica e estrutural para gerir a situação financeira da empresa. Assim, espera-se que aqueles comitês que tratam única e exclusivamente de um assunto possam contribuir de maneira mais adequada para o desempenho da empresa. Dito isto, elaboramos a quarta hipótese da pesquisa.

Hipótese 3: Há uma relação positiva entre a existência de um comitê financeiro específico e a eficiência dos investimentos.

Hipótese 3a: A existência de um comitê financeiro específico fortalece a relação entre a governança corporativa e a eficiência dos investimentos.

Outra característica dos comitês diz respeito à formação destes órgãos. Como boas práticas de governança, o IBGC orienta que os comitês devem não devem possuir em suas estruturas membros da diretoria executiva, sendo estes convidados a participar das reuniões dos comitês quando for necessário a explicação de algum tema ou assunto em específico. O IBGC orienta ainda que os comitês devem ser formados com pelo menos um conselheiro de administração e devem preferencialmente serem coordenados também por um membro do conselho de administração.

Neste contexto, a participação de membros dos conselhos de administração nos comitês financeiros pode auxiliar na comunicação entre os órgãos (conselho, diretoria e comitês) e com isso a disseminação de informações pode melhorar a capacidade de decisões dos membros e por conseguinte melhorar a qualidade das decisões financeiras (Field et., 2013; Brown et al., 2019). Além disso, quanto mais

rápido e estreito for o canal de comunicação entre os gestores e o conselho de administração, melhor será a tomada de decisões que impactam a eficiência dos investimentos nas empresas (Dos Santos, 2023). Dessa forma, elaboramos a terceira hipótese da pesquisa.

Hipótese 4: Há uma relação positiva entre a presença de conselheiros de administração no comitê financeiro e a eficiência dos investimentos.

Hipótese 4a: A presença de conselheiros de administração no comitê financeiro fortalece a relação entre a governança corporativa e a eficiência dos investimentos

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E DADOS

A amostra desta pesquisa é formada por todas as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) no período entre 2010 e 2022. A exclusão das empresas financeiras se deve ao fato destas serem submetidas a legislações específicas que poderiam causar vieses nos resultados. O período analisado se deve ao fato dos formulários de referência necessários para a elaboração das variáveis só estarem disponíveis a partir do ano de 2010.

Os dados referentes aos componentes principais de governança corporativa foram retirados dos formulários de referência disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os dados financeiros foram obtidos na base de dados Económica. Todos os dados foram inicialmente tratados no software Microsoft Excel e em seguida operacionalizados no software Stata SE 17. A tabela 1 sintetiza a amostra da pesquisa.

TABELA 1: SÍNTESE DA AMOSTRA

Informações	Empresas	Observações
Empresas listadas entre 2010 e 2022	369	3.424
Empresas excluídas do setor Financeiro e seguros.	(30)	(354)
Empresas excluídas por falta de informações entre 2010 e 2022	(27)	(565)
Total da final de empresas da Amostra	312	2.505

Fonte: Elaborado pelos autores

3.2 MODELOS ECONÔMICOS

Os resultados das regressões desta pesquisa são gerados a partir dos modelos econométricos obtidos a partir das equações gerais descritas a seguir:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COM + \beta_x (Fatores\ de\ governança)_{i,t} + \beta_y (Fatores\ de\ governança\ x\ COM)_{i,t} + \sum_7 \beta_k (Controles)_{i,t} + Efsetor + Efanor + \varepsilon_{i,t} \text{ (equação 1)}$$

Em que o coeficiente β_x representa os fatores de governança obtidos através do processo de análise dos componentes principais descritos na tabela 2 e buscam evidenciar a relação entre estes fatores e a eficiência dos investimentos. O coeficiente β_y representa as interações entre os fatores de governança e a existência ou não de um comitê financeiro nas empresas. O coeficiente β_k representa as 7 variáveis de controle do modelo.

A segunda hipótese será testada a partir do modelo abaixo descrito:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMIND + \beta_x (Fatores\ de\ governança)_{i,t} + \beta_y (Fatores\ de\ governança\ x\ COMIND)_{i,t} + \sum_7 \beta_k (Controles)_{i,t} + Efsetor + Efanor + \varepsilon_{i,t} \text{ (equação 2)}$$

Em que o coeficiente β_x representa os fatores de governança obtidos através do processo de análise dos componentes principais descritos na tabela 2 e buscam evidenciar a relação entre estes fatores e a eficiência dos investimentos. O coeficiente β_y representa as interações entre os fatores de governança e a existência ou não de

membros independentes no comitê financeiro nas empresas. O coeficiente β_k representa as 7 variáveis de controle do modelo.

A terceira hipótese será testada a partir do modelo abaixo descrito:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMESP + \beta_x (\text{Fatores de governança})_{i,t} + \beta_y (\text{Fatores de governança} \times COMESP)_{i,t} + \sum_7 \beta_k (\text{Controles})_{i,t} + Efsetor + Efan0 + \varepsilon_{i,t} \text{ (equação 3)}$$

Em que o coeficiente β_x representa os fatores de governança obtidos através do processo de análise dos componentes principais descritos na tabela 2 e buscam evidenciar a relação entre estes fatores e a eficiência dos investimentos. O coeficiente β_y representa as interações entre os fatores de governança e a existência ou não de um comitê financeiro específico nas empresas. O coeficiente β_k representa as 7 variáveis de controle do modelo.

A quarta hipótese será testada a partir do modelo abaixo descrito:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 COMCONS + \beta_x (\text{Fatores de governança})_{i,t} + \beta_y (\text{Fatores de governança} \times COMCONS)_{i,t} + \sum_7 \beta_k (\text{Controles})_{i,t} + Efsetor + Efan0 + \varepsilon_{i,t} \text{ (equação 4)}$$

Em que o coeficiente β_x representa os fatores de governança obtidos através do processo de análise dos componentes principais descritos na tabela 2 e buscam evidenciar a relação entre estes fatores e a eficiência dos investimentos. O coeficiente β_y representa as interações entre os fatores de governança e a existência ou não de conselheiros no comitê financeiro. O coeficiente β_k representa as 7 variáveis de controle do modelo.

3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.3.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes mensuram a eficiência dos investimentos das empresas. Segundo Biddle et al. (2009), o desvio do nível ideal de investimento mede a ineficiência do investimento tanto quanto ao superinvestimento quanto ao subinvestimento. Utilizamos nesta pesquisa duas medidas de eficiência dos investimentos. Inicialmente seguimos o trabalho de Richardson (2006) que foi seguido por outras pesquisas como Ullah et al. (2020), Gao et al. (2021), Lin et al. (2022), Chen et al. (2023) e Zhao et al. (2023) que utilizaram o seguinte modelo:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 QT_{i,t-1} + \beta_2 END_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 TAM_{i,t-1} + \beta_5 ID_{i,t-1} + \beta_6 CX_{i,t-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + Efsetor + Efanor + \varepsilon_{i,t} \text{ (Equação 5)}$$

Em que $INV_{i,t}$ representa a soma dos investimentos de capital da empresa no ano t, representada nesta pesquisa pelo capex dividido pelo ativo total, QT representa as oportunidades de crescimento no ano mensurado pelo Q de Tobin no ano t -1, END representa o endividamento da empresa dividido pelo ativo no ano t-1, ROA representa a rentabilidade da empresa no ano t -1, mensurada pela razão entre o lucro operacional e o ativo, TAM representa o tamanho da empresa no ano t -1, mensurado pelo logaritmo natural do ativo, ID representa a idade da empresa no ano t -1, CX representa os valores de caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo no ano t -1. A medida da variável é dada pelo resíduo da equação 1, representada pelo termo $\varepsilon_{i,t}$.

Adicionalmente, mensuramos a eficiência dos investimentos utilizando o modelo proposto por Biddle et al. (2009) que consiste em medir a eficiência dos investimentos em função do crescimento das vendas. Pesquisas recentes como Ullah

et al. (2020), Gao et al. (2021), Basu e Lee (2022), Kuzey et al. (2023), e Hao et al. (2023) também utilizaram o seguinte modelo descrito abaixo:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cvendas_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ (equação 6)}$$

Em que $INV_{i,t}$ representa a soma dos investimentos de capital da empresa no ano t, representado pelo capex dividido pelo ativo total, $Cvendas$ representa o crescimento das vendas no ano t -1 e $\varepsilon_{i,t}$ representa o resíduo do modelo. Os resíduos positivos são classificados como empresas superinvestimento e resíduos negativos são classificadas como empresas com subinvestimento. No entanto, para ambos os modelos, as variáveis são mensuradas pelo valor modular dos resíduos, uma vez que se pretende analisar apenas a eficiência ou ineficiência dos investimentos.

3.2.2 Variáveis independentes

As variáveis relacionadas às estruturas de governança são mensuradas a partir da análise de 20 características relacionadas à governança das empresas, dado que a governança corporativa tem sua complexidade definida pela própria natureza e funciona como um sistema integrado e não como fatores individuais (Larcker et al., 2007; Kasbar et al., 2023). Seguindo pesquisas relacionadas como Larcker et al (2007), Kasbar et al. (2023) e Yi (2023), utilizamos nesta pesquisa a análise de componentes principais. A tabela 2 representa as características dos conselhos e das diretorias executivas utilizadas na construção das variáveis.

TABELA 2 – CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Fator de governança	Descrição	Fonte
Tamanho do conselho	Quantidade membros do conselho	Itens 12.5/6 do FR.
Independência do conselho	Proporção de membros independentes do conselho	Itens 12.5/6 do FR.

Expertise do conselho	proporção de membros com formação em contabilidade, administração ou economia	Itens 12.5/6 do FR.
dualidade do CEO	Variável binária - acumulação dos cargos de CEO e presidente do conselho	Itens 12.5/6 do FR.
Indicação pelo controlador (CONS)	Proporção de membros indicados pelo controlador	Itens 12.5/6 do FR.
Gênero do conselho	Proporção de membros do gênero feminino do conselho	Itens 12.5/6 do FR.
Idade dos conselheiros	Idade média dos conselheiros	Itens 12.5/6 do FR.
Tamanho da diretoria	Quantidade de membros da diretoria executiva	Itens 12.5/6 do FR.
Gênero da diretoria	Proporção de membros do gênero feminino da diretoria	Itens 12.5/6 do FR.
Indicação pelo controlador (DIR)	Proporção de diretores indicados pelo controlador	Itens 12.5/6 do FR.
Idade da diretoria	Idade média dos diretores	Itens 12.5/6 do FR.
Conselheiros internos	Proporção de conselheiros que fazem parte da diretoria	Itens 12.5/6 do FR.
Participações em reuniões (CONS)	Percentual médio de participações em reuniões	Itens 12.5/6 do FR.
Remuneração do Conselho (FIXA)	Remuneração fixa média do conselho	Item 13.11 do FR.
Remuneração da diretoria (FIXA)	Remuneração fixa média da diretoria	Item 13.11 do FR.
Remuneração do Conselho (VAR)	Remuneração variável média do conselho	Item 13.11 do FR.
Remuneração da diretoria (VAR)	Remuneração variável média da diretoria	Item 13.11 do FR.
Concentração acionária (CONC)	Percentual de ações dos 5 maiores acionistas	Economática
Relações familiares (CONS e DIR)	Variável binária - Relação familiares entre membros (CONS E DIR)	Item 12.9 do FR.
Relações de subordinação (CONS e DIR)	Variável binária - Relação de subordinação entre membros (CONS E DIR)	Item 12.10 do FR.

Nota: CONS – Conselho de administração; DIR – Diretoria executiva; FR – Formulário de referência.
Fonte: elaborado pelo autor

3.2.3 Variáveis de moderação

A primeira variável de moderação se refere a existência de um comitê financeiro nas empresas. O Instituto Brasileiro de governança corporativa (IBGC) define comitês como órgãos, estatutários ou não, de assessoramento ao conselho de administração e acrescenta que sua existência não implica a delegação das responsabilidades que competem ao conselho de administração como um todo, e que comitês específicos podem exercer diversas atividades de competência do conselho que demandam um tempo nem sempre disponível nas reuniões desse órgão social (IBGC, 2023).

Dada a diversidade de nomenclaturas que comitês que tratam de assuntos financeiros podem ter, Basu e Lee (2022) utilizaram determinados radicais de palavras para identificar os comitês financeiros, uma vez que estes comitês podem tratar de assuntos relacionadas a finanças, financiamentos, riscos, investimentos, capital, orçamento, dentre outros. Nesta pesquisa, utilizamos a mesma metodologia adotada por Basu e Lee (2022) e utilizamos na busca os radicais “invest”, “financ”, “risc”, “cred”, “desemp”, “orçam”, “capit”, “ativo” e “passivo” para identificar os comitês financeiros. Assim, a variável assume valor 1 se a empresa possui um comitê financeiro e valor 0 caso o contrário.

A análise da influência da independência do comitê financeiro será mensurada a partir da existência de membros independentes em tais comitês. Dessa forma, baseado nos estudos de Eulaiwi et al. (2020) e Basu e Lee (2022), a variável independência do comitê financeiro assumirá valor 1 caso a empresa possua membros independentes em seu comitê financeiro e valor 0 caso o contrário.

3.2.4 Variáveis de controle

Baseado em pesquisas anteriores (Ullah et al. 2020; Gao et al., 2021; Basu & Lee, 2022; Hao et al., 2023; Kuzey et al., 2023; Zhao et al., 2023; Chen et al., 2023), controlamos algumas características das empresas que podem afetar a eficiência do investimento. Controlamos o tamanho da empresa, mensurado pelo logaritmo natural do ativo, o endividamento das empresas que estão negativamente relacionados com os investimentos das empresas. Controlamos também a rentabilidade (ROA) e o Q de Tobin, que representam a rentabilidade da empresa e as oportunidades de crescimento que podem influenciar as decisões de investimentos.

Controlamos outras características das empresas como a idade, o ciclo operacional e a relação caixa e equivalentes/ativo, que segundo Gao et al. (2021), Basu e Lee (2022) e Hao et al., 2023 podem impactar na eficiência dos investimentos, dado que tais fatores podem interferir na estratégia de investimentos das empresas. A tabela 3 sintetiza as variáveis desta pesquisa.

TABELA 3: VARIÁVEIS DA PESQUISA

VARIÁVEL	FONTE	DESCRIÇÃO	REFERÊNCIAS	SINAL ESPERADO
Variáveis dependentes				
INV ₁	Econômica	Resíduo da equação 1	Richardson (2006)	Não se aplica
INV ₂	Econômica	Resíduo da equação 2	Biddle et al. (2009)	Não se aplica
Variáveis independentes – fatores de governança				
MEMCTRL	FR (CVM)	Membros indicados pelo controlador	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	-
REMPAR	FR (CVM)	Existência de remuneração variável	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	+
IDADE	FR (CVM)	Idade média dos membros	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	-

SEPORG	FR (CVM)	Separação entre os órgãos de administração	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	-
EXP	FR (CVM)	Experiencia financeira dos membros do conselho de administração	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	-
REMMED	FR (CVM)	Remuneração média dos membros da administração	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	+
REUNI	FR (CVM)	Percentual médio de participação em reunião dos membros do conselho	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	-
GEN	FR (CVM)	Proporção de mulheres nos órgãos de administração	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	-
FAM	FR (CVM)	Presença de relações familiares	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	-
SUB	FR (CVM)	Presença de relações de subordinações	Obtida a partir da análise dos componentes principais.	-
Variáveis de moderação				
COM	FR (CVM)	<i>Dummy</i> – valor 1 se a empresa possui um comitê financeiro e valor 0 caso contrário	Eulaiwi et al. (2020); Basu e Lee (2022); Al-Dhamari et al. (2023)	-
COMIND	FR (CVM)	<i>Dummy</i> – valor 1 se a empresa possui um membros independentes no comitê financeiro e valor 0 caso contrário	Eulaiwi et al. (2020); Basu e Lee (2022).	-
COMESP	FR (CVM)	<i>Dummy</i> – valor 1 se o comitê financeiro é específico de finanças e valor 0 caso contrário	Elaborado pelos autores	-
COMCONS	FR(CVM)	<i>Dummy</i> – valor 1 se existem conselheiros no comitê financeiro valor 0 caso contrário	Elaborado pelos autores	-
Variáveis de Controles				
TAM	Economática	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Basu e Lee (2022); Zhao et al. (2023)	-
ROA	Economática	Razão entre o lucro operacional e o ativo	Zhao et al. (2023); Chen et al. (2023)	-
END	Economática	Razão entre o passivo exigível e o ativo total	Kuzey et al. (2023); Zhao et al. (2023)	+
CX	Economática	Razão entre caixa e equivalentes de caixa e o ativo total.	Gao et al. (2021); Hao et al. (2023)	-

ID	Economática	Número de anos da empresa desde sua constituição	Basu e Lee (2022); Hao et al. (2023)	-
COP	Economática	Número de dias entre a aquisição e a vendas de mercadorias	Gao et al. (2021); Basu e Lee (2022); Hao et al. (2023)	-
QT	Economática	Razão entre o valor de mercado e o ativo.	Basu e Lee (2022); Zhao et al. (2023)	+

Fonte: Elaborado pelos autores

4 ANÁLISES E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

4.1 PRÁTICAS E FATORES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DA DIRETORIA

As variáveis independentes que mensuram a governança corporativa das empresas são mensuradas através de componentes que compõem a estrutura de governança da empresa que levam em consideração o conselho de administração, a diretoria executiva e a estrutura de propriedade. A adoção desta forma de mensuração se justifica pelo fato da governança corporativa funcionar como um sistema integrado e não é medida com exatidão quando são observados fatores isolados (Larcker et al., 2007; Kasbar et al., 2023). Seguindo pesquisas recentes (Kasbar et al., 2023; Yi, 2023), utilizamos a técnica de análise dos componentes principais para agrupar as características de governança corporativa das empresas desta pesquisa.

A análise de componentes principais é uma técnica estatística utilizada para apresentar um grupo de variáveis através de um grupo menor componentes ou fatores (Liu et al., 2023) e é amplamente utilizada em pesquisas que tratam sobre governança corporativa (Bonetti et al., 2016; Joo & Chamberlain, 2017; Liu et al., 2023). A análise dos componentes principais foi realizada utilizando 20 características de governança corporativa referentes ao conselho de administração, à diretoria executiva e à estrutura de propriedade. O conjunto de características é considerada adequada, pois

apresentou um valor de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) de 0,6664, semelhante ao *benchmarking* de KMO selecionado por Bonetti et al. (2016) para governança que é 0,6. Segundo Kaiser e Rice (1974), um valor de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) entre 0,60 e 0,80 é considerado aceitável para análise de componentes principais.

Para extração dos fatores (componentes principais) foi considerado os fatores com autovalores superiores a 1 (Hair et al., 2009), sendo extraídos 10 fatores que explicam 70,8% da variância das variáveis utilizadas. Para mensuração dos fatores foi utilizado o método de solução rotacionada *varimax* e aplicado a ortogonalidade dos fatores para resultar em métricas mais apropriadas para serem utilizadas em regressões (Hair et al., 2009). A identificação dos componentes foi realizada levando-se em consideração a significância prática das cargas fatoriais superiores a 0,5 ou inferiores a -0,5. (Hair et al., 2009). A tabela a seguir apresenta as cargas fatoriais e os componentes que formam cada fator.

TABELA 4: CARACTERÍSTICAS DE GOVERNANÇA E CARGAS FATORIAIS

	FTR1	FTR2	FTR3	FTR4	FTR5	FTR6	FTR7	FTR8	FTR9	FTR10
IND	-0,619	0,238	-0,154	-0,056	0,318	0,039	0,057	0,224	0,016	0,017
CONC	0,626	-0,274	0,016	-0,045	-0,302	-0,017	0,018	0,078	0,096	-0,237
CTRL_CONS	0,757	0,110	0,115	0,331	0,020	0,031	0,073	0,138	0,142	0,099
CTRL_DIR	0,801	0,016	0,022	0,032	0,180	0,016	-0,082	-0,020	0,064	0,193
RV_DIR	-0,107	0,539	-0,280	-0,046	0,184	0,019	-0,054	0,139	0,229	-0,061
TAM	-0,051	0,576	-0,398	-0,068	-0,032	0,091	-0,042	-0,234	0,260	0,010
RV_CONS	-0,106	0,656	-0,130	0,190	0,081	0,054	-0,015	0,055	-0,034	0,192
TAM_DIR	0,025	0,766	0,106	-0,151	-0,141	0,007	0,154	0,059	-0,088	-0,143
CONS_INT	0,145	-0,044	0,765	0,257	-0,009	-0,024	0,160	0,165	-0,058	0,053
DUAL	0,037	-0,066	0,798	-0,101	-0,035	-0,007	-0,170	-0,177	0,151	-0,020
ID_DIR	0,040	-0,294	0,007	0,710	-0,055	-0,012	-0,128	-0,305	0,034	-0,046
ID_CONS	0,181	0,089	0,088	0,833	-0,109	-0,013	0,045	0,127	-0,013	-0,027
EXP	-0,013	-0,042	-0,014	-0,127	0,848	0,061	0,077	-0,074	-0,025	0,035
REM_DIR	-0,331	0,129	-0,146	0,097	0,150	0,592	0,093	0,106	0,358	-0,016
REM_CONS	0,092	0,009	0,015	-0,044	0,002	0,886	-0,055	-0,009	-0,135	-0,011
GEN	-0,064	0,055	0,084	0,026	-0,397	0,146	0,581	-0,141	0,050	0,355
GEN_DIR	-0,008	0,054	-0,048	-0,034	0,160	-0,081	0,832	0,022	-0,010	-0,144
REUNI_CONS	0,024	0,022	-0,010	-0,016	-0,053	0,021	-0,025	0,890	-0,006	0,053

SUB	0,157	0,006	0,064	0,007	-0,037	-0,067	0,001	-0,015	0,886	0,002
FAM	0,117	-0,033	0,014	-0,045	0,027	-0,026	-0,053	0,066	-0,002	0,878

Nota: IND – Proporção de membros independentes do conselho de administração; CONS_CTRL – Proporção de membros do conselho indicados pelo acionista controlador; DIR_CTRL – Proporção de diretores indicados pelo acionista controlador; CONC – Concentração acionária dos 5 maiores acionistas; TAM_DIR – Tamanho da diretoria executiva; TAM – Tamanho do conselho de administração; RV_CONS – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa pague remuneração variável aos conselheiros e zero caso contrário; RV_DIR – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa pague remuneração variável aos diretores e zero caso contrário; ID_CONS – Idade média dos conselheiros de administração; ID_DIR – Idade média dos diretores; CONS_INT – Proporção de conselheiros de administração que também fazem parte da diretoria; DUAL – Variável *dummy* que assume valor 1 se a mesma pessoa ocupa o cargo de diretor-executivo e presidente do conselho de administração e zero caso contrário; EXP – Proporção de membros do conselho de administração com formação em contabilidade, administração ou economia; REM_CONS – Remuneração média do conselho de administração; REM_DIR – Remuneração média da diretoria executiva; REUNI_CONS – Percentual de participação dos membros do conselho de administração nas reuniões de conselho; GEN_CONS – Proporção de mulheres membros do conselho de administração; GEN_DIR – Proporção de mulheres na diretoria executiva; SUB – Relações de subordinação; FAM – Variável *dummy* que assume valor 1 caso existam relações familiares na administração e valor 0 caso contrário.

Fonte: Elaborado pelos autores

O fator 1 foi denominado de membros indicados pelo controlador (MEMCTRL), uma vez que agrupou com maior correlação as variáveis que indicam a proporção de membros do conselho e da diretoria indicados pelo acionista controlador. A variável concentração acionária (CONC) indica que estas indicações acontecem principalmente onde há alta concentração acionária e o sinal negativo da variável independência do conselho (IND) indica menor independência do conselho onde há grande proporção de membros indicados pelo acionista controlador.

O fator 2 foi denominado remuneração variável (REMPVAR) dado que agrupou as variáveis que indicavam a existência deste tipo de remuneração tanto no conselho de administração como na diretoria executiva. As variáveis tamanho do conselho (TAM) e tamanho da diretoria (TAM_DIR) indicam que é mais provável que exista remuneração variável em estruturas maiores. O fator 3 foi denominado de separação entre órgãos (SEPORG) dado que agrupou a variável que indica que existe o compartilhamento das funções de diretor-executivo e presidente do conselho de administração. A variável que indica a proporção de conselheiros que também

possuem cargos na diretoria executiva (CONS_INT) indica que é mais provável que exista dualidade do CEO onde há maiores proporções de conselheiros que são diretores.

O fator 4 foi denominado idade média (IDADE), uma vez que agrupou apenas as variáveis que indicam a idade média dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva. O fator 5 foi denominado de experiência do conselho de administração (EXP) dado que isolou apenas a variável que mede a proporção de membros que possuem formação em contabilidade, administração e economia. O fator 6 foi nomeado de remuneração média (REMMED), uma vez que agrupou as variáveis que mensuram as remunerações médias dos conselheiros de administração e dos diretores.

O fator 7 foi denominado de gênero (GEN), uma vez que agrupou as variáveis que mensuram a proporção de mulheres nos conselhos de administração e nas diretorias executivas. O fator 8 foi denominado de participação média das reuniões dos conselhos de administração (REUNI), dado que isolou a variável que mede a participação média dos conselheiros nas reuniões. O fator 9 foi denominado de relações de subordinação e o fator 10 foi denominado de relações familiares (FAM) dado que isolou a variável que verifica se existem relações familiares na administração.

4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.2.1 Estatística descritiva

A tabela 5 apresenta a estatística descritiva das variáveis financeiras das empresas da amostra e dos escores fatoriais obtidos através da análise dos componentes principais. As variáveis que mensuram a eficiência do investimento (INV1 e INV2) referem-se aos resíduos resultantes das estimações dos modelos de Richardson (2006) e Biddle et al. (2009), respectivamente, e apresentam valores modulares, dado que a intenção é analisar a eficiência do investimento sem considerar o super e o subinvestimento. Os escores fatoriais foram padronizados em uma escala que varia entre 0 e 1.

TABELA 5 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável	Média	Desv.Pad	P25	P50	P75	Min	Max
INV ₁	0,1609	0,1952	0,0504	0,1083	0,1963	0	1,6343
INV ₂	0,1121	0,1865	0,0168	0,0469	0,1249	0	1,3928
COM	0,2609	0,4392	0	0	1	0	1
COMIND	0,7993	0,4007	1	1	1	0	1
COMESP	0,3568	0,4794	0	0	1	0	1
COMCONS	0,3568	0,4794	0	0	1	0	1
MEMCTRL	0,4619	0,1455	0,3875	0,4965	0,5603	0	1
REMPAR	0,3353	0,1025	0,2653	0,3344	0,4005	0	1
SEPORG	0,1707	0,1173	0,0967	0,1347	0,1942	0	1
IDMED	0,4220	0,1660	0,3058	0,3935	0,5084	0	1
EXP	0,5158	0,1502	0,4207	0,5195	0,6169	0	1
REMMED	0,0238	0,0278	0,0158	0,0205	0,0264	0	1
GEN	0,2553	0,1182	0,1711	0,2279	0,3059	0	1
REUNI	0,2739	0,1009	0,2053	0,2856	0,3336	0	1
SUB	0,5741	0,1001	0,4794	0,6059	0,6532	0	1
FAM	0,4735	0,2175	0,2814	0,4444	0,6578	0	1
ID	34,3345	19,5777	16	39	49	1	131
QT	1,5335	16,9600	0,2462	0,5550	1,1271	0	761,5
CX	0,1559	1,3990	0,0186	0,0602	0,1301	0	65,28
TAMA	14,8900	1,7057	13,7700	14,9262	15,9740	8,4984	20,7706
END	1,2203	10,8480	0,4493	0,6428	0,8483	0,0000	489,44
COP	214,98	4008,66	65,9	111,5	203	-179582	55381,6
ROA	-3,2744	257,1300	-0,3	3,7	8	-12834,8	221,7

Nota: INV₁ – Eficiência do investimento obtida a partir do resíduo do modelo de Richardson (2006); INV₂ – Eficiência do investimento obtida a partir do resíduo do modelo de Bidle et al. (2009); COM – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua um comitê financeiro e valor 0 caso contrário; COMIND – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua pelo menos um

membro independente no comitê financeiro e valor 0 caso contrário; COMESP – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua um comitê financeiro específico e valor 0 caso contrário; COMCONS – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua pelo menos um membro conselheiro de administração no comitê financeiro e valor 0 caso contrário; MEMCTRL – Fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador; REMVAR – Fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável; IDADE – Fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração; SEPORG – Fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração; EXP – Fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia; REMMED – Fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração; REUNI – Fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado; GEN – Fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração; FAM – Fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração; SUB – Fator de governança que verifica a existência de relações de subordinação na administração; ID – Idade das empresas; QT – Q de Tobin mensurado pela razão entre o valor de mercado e ativo das empresas; CX – Caixa e equivalentes de caixa escalonados pelos ativos; TAM – Tamanho das empresas medido pelo logaritmo do ativo total; END – Endividamento mensurado pela razão entre a dívida exigível e o ativo; CO – Ciclo operacional medido em dias desde a aquisição de estoques até o recebimento das vendas; ROA – Rentabilidade das empresas mensurada pela razão entre o lucro líquido e o ativo total.

Fonte: Elaborado pelos autores

Observa-se que os valores dos resíduos demonstrados nas variáveis INV_1 e INV_2 são semelhantes em magnitudes e indicam que quanto menores os valores mais próximas as empresas estarão do nível ideal de investimentos. Os valores médios e os desvios padrões indicam não haver grande heterogeneidade dos valores e os valores mínimos destas variáveis muito próximos de zero indicam que existem empresas na amostra que estão muito próximas do nível de eficiência dos investimentos de excelência.

O valor médio da variável COM igual a 0,2609 indica que 26,09% das empresas analisadas possuem um comitê financeiro formalizado. Estes valores são superiores aos encontrados por Basu e Lee (2021) de 13% para uma amostra de empresa americanas e aos valores encontrados por Al-Dhamari et al. (2023) de 18,61% em amostra de empresas do Conselho de Cooperação do Golfo (GCC), o que demonstra que há uma propensão das empresas brasileiras na formalização de um comitê financeiro.

Dentre os fatores que representam as variáveis de governança, a indicação de membros pelos acionistas controladores apresentou média de 46,19%, o que indica que quase metade dos membros das diretorias e dos conselhos são indicados pelos acionistas majoritários, o que é característica de mercados altamente concentrados. Neste mesmo contexto, o fator que mensura a separação entre conselho e diretoria demonstrou que 17,07% das empresas da amostra concentram na mesma pessoa o cargo de CEO e presidente do conselho.

Observa-se também que aproximadamente 51% dos membros do conselho de administração possuem formação em contabilidade, administração ou economia, o que demonstra que há uma forte tendência dos membros do conselho precisarem de uma formação na área de negócios. A quantidade de mulheres nos órgãos de administração no Brasil ainda é considerada pequena, representando apenas 25,53% das cadeiras ocupadas na amostra estudada. Quanto ao percentual de participação em reuniões, verifica-se que, em média, há uma participação de apenas 27,39% das reuniões do conselho de administração, o que pode ser considerado baixo se analisado junto ao valor de aproximadamente 35% de participações para 75% (percentil 75) da amostra estudada.

4.2.2 Teste de diferença de médias

Estudos anteriores evidenciaram que a presença de um comitê financeiro pode ser preponderante para a eficiência dos investimentos e o para o desempenho das empresas (Basu & Lee, 2022; Eulaiwi et al., 2021; Al-Dhamari et al., 2023). O teste de

média a seguir tem como objetivo verificar se há diferença relevante na eficiência dos investimentos de empresas que possuem e que não possuem comitê financeiro.

TABELA 6: DIFERENÇA DE MÉDIAS

Grupos	Modelo I (Richardson, 2006)			Modelo I (Biddle et al. 2009)		
	Obs.	Média (INV ₁)	Desv. Pad.	Obs.	Média (INV ₂)	Desv. Pad.
C/ comitês	654	0,04448	0,00896	654	0,12053	0,18898
S/ comitês	1.847	0,11727	0,00535	1.847	0,09726	0,10481
Diferença		0,07279***			-0,02327***	

Nota I: *, ** e *** indicam significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados demonstram que apesar da diferença de observações quanto a existência ou não do comitê financeiro, as diferenças de médias da eficiência dos investimentos em ambos os modelos é estatisticamente significativa ao nível de 1%. Desta forma, é relevante avaliar o efeito da existência de um comitê financeiro na relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos investimentos das empresas da amostra desta pesquisa.

4.2.3 Análise da influência do comitê financeiro na relação entre a governança corporativa e a eficiência dos investimentos.

As análises da influência do comitê financeiro sobre a relação entre a governança corporativa e a eficiência dos investimentos é realizada através das regressões a seguir operacionalizadas por meio de regressão linear múltipla por efeitos fixos e com erro padrão robusto e efeitos fixo de ano, e por meio de regressões logísticas (modelo logit). Os dados são organizados em um painel desbalanceado dado que algumas observações não estão presentes em todos os períodos analisados.

Os valores obtidos para as variáveis de eficiência dos investimentos estão modulares, pois, a princípio, interessa-nos apenas medir a eficiência sem levar em

conta o sub e o superinvestimento. Quanto maior o valor assumido nesta variável, maior será a ineficiência dos investimentos.

TABELA 7: INFLUÊNCIA DO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS.

VARIÁVEIS	Modelo 1 (Richardson, 2006)		Modelo 2 (Biddle et al., 2009)	
	Coefficiente	P-value	Coefficiente	P-value
COM	-0,0516	0,390	-0,0299	0,019**
MEMCTRL	0,0388	0,224	0,0029	0,639
REMPAR	-0,0542	0,086*	-0,0146	0,039**
SEPORG	0,0422	0,102	-0,0094	0,042**
IDMED	-0,0021	0,907	-0,0005	0,879
EXP	-0,0389	0,137	-0,0005	0,908
REMMED	-0,1082	0,259	0,0033	0,628
GEN	-0,0076	0,824	0,0056	0,208
REUNI	-0,0198	0,528	0,0012	0,794
RELFAM	-0,0959	0,039**	0,0078	0,364
RELSUB	-0,0013	0,944	-0,0019	0,633
MEMCTRL*COM	-0,0896	0,037**	0,0011	0,894
REMPAR*COM	0,0286	0,669	-0,0330	0,019**
SEPORG*COM	-0,0967	0,121	0,0076	0,457
IDMED*COM	0,0600	0,049**	-0,0019	0,690
EXP*COM	0,0600	0,232	-0,0140	0,093*
REMMED*COM	-0,5522	0,076*	-0,0191	0,745
GEN*COM	-0,0161	0,738	0,0012	0,888
REUNI*COM	0,0528	0,345	-0,0227	0,036**
RELFAM*COM	0,0799	0,150	-0,0023	0,056**
RELSUB*COM	-0,0098	0,695	-0,0029	0,584
ID	0,0008	0,340	0,0001	0,024
QT	-0,0003	0,677	-0,0001	0,241
CX	0,0104	0,083*	0,0002	0,882
TAMA	-0,0231	0,000***	-0,0009	0,235
END	0,0000	0,995	0,0002	0,576
COP	0,0000	0,045**	0,0000	0,000
ROA	-0,0002	0,166	0,0000	0,263
CONST	-0,5696	0,000***	0,8304	0,000
OBSERVAÇÕES	2.293		2.293	
CONTROLE ANO	Sim		Sim	
R² – Within	0,3706		0,9650	
R² – Betetween	0,0328		0,0260	
R² - Overall	0,0662		0,1490	

Nota 1: COM – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua um comitê financeiro e valor 0 caso contrário; MEMCTRL – Fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador; REMPAR – Fator de governança que representa se as

empresas possuem sistema de remuneração variável; IDADE – Fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração; SEPORG – Fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração; EXP – Fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia; REMMED – Fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração; REUNI – Fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado; GEN – Fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração; SUB – Fator de governança que verifica a existência de relações de subordinação na administração; FAM – Fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração; MEMCTRL*COM – Interação entre fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador e comitê financeiro; REMVAR*COM – interação entre fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável e comitê financeiro; IDADE*COM – Interação entre fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro; SEPORG *COM - Interação entre fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração e comitê financeiro; EXP*COM - Interação entre fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia e comitê financeiro; REMMED*COM – Interação entre fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro; REUNI*COM – Interação entre fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado e comitê financeiro; GEN*COM – Interação entre fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração e comitê financeiro; SUB*COM – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações de subordinação na administração e comitê financeiro; FAM*COM – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração e comitê financeiro; ID – Idade das empresas; QT – Q de Tobin mensurado pela razão entre o valor de mercado e ativo das empresas; CX – Caixa e equivalentes de caixa escalonados pelos ativos; TAM – Tamanho das empresas medido pelo logaritmo do ativo total; END – Endividamento mensurado pela razão entre a dívida exigível e o ativo; CO – Ciclo operacional medido em dias desde a aquisição de estoques até o recebimento das vendas; ROA – Rentabilidade das empresas mensurada pela razão entre o lucro líquido e o ativo total.

Nota II: *, **, *** indicam resultados estatisticamente significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados descritos acima mostram a relação entre a estrutura de governança corporativa e a eficiência dos investimentos. A variável comitê financeiro (COM) apresentou relações estatística de maneiras diferentes, ora negativa, ora insignificante. Estes resultados divergem das evidências apontadas por Basu e Lee (2022) que não encontraram relação significativa entre os comitês financeiros e a eficiência dos investimentos. Estes resultados podem significar, parcialmente, que o comitê financeiro isoladamente seja capaz de explicar a estrutura de investimentos empresariais, mas que também deve ser combinado com outras práticas e fatores de

governança para produzir efeitos nos investimentos, o que fica demonstrado quando se analisa as interações com as características de governança.

A intervenção do acionista controlador nas indicações de membros do conselho de administração e diretoria pode representar expropriação de outros acionistas e maximizar a assimetria informacional nas empresas (Wei & Zhang 2008). Contudo, é necessário observar que o alinhamento entre os interesses relacionados aos investimentos pode ser modificado quando determinado grupo de acionistas detêm a grande maioria das ações (Pellicani & Kalatzis, 2019). No entanto, a proporção de membros indicados pelo acionista controlador apresentou resultados estatísticos insignificantes para os modelos analisados quando verificado apenas a relação com a eficiência dos investimentos

Quando analisado a moderação do comitê financeiro, observa-se que a relação apresentada no modelo 1 é estatisticamente significativa. Esse resultado pode representar que o comitê financeiro deve assessorar os membros da administração para maximizar a utilização do capital e melhorar a eficiência dos investimentos nas estruturas predominantemente concentradas. Com efeito, problemas de agência que são causadores da ineficiência dos investimentos podem ser suavizados por bons mecanismos de governança como os comitês financeiro afim de vincular os interesses entre acionistas em geral e a administração (Shi, 2019).

Estes resultados são complementares aos achados de Pellicani e Kalatzis (2019) para o cenário brasileiro. Segundo os autores, problemas de subinvestimentos e superinvestimentos estão relacionados com a participação do acionista controlador nos conselhos de administração e nas diretorias executivas. Assim, os achados referentes à moderação do comitê financeiro nesta relação mostra que o

assessoramento de um grupo orientado para questões financeiras pode aliviar a ineficiência dos investimentos causada pelos conflitos de interesses entre acionistas.

As variáveis que mensuram as relações das remunerações da gestão com a eficiência dos investimentos apresentaram direções que indicam que o aumento da remuneração melhora a eficiência dos investimentos e a existência de um comitê financeiro é capaz de potencializar tal resultado. A relação negativa e significativa entre as variáveis pode indicar que os gestores podem possuir incentivos para superinvestir a fim de aumentarem suas remunerações a partir de incentivos por projetos altamente rentáveis (Lin et al., 2022; Zhao et al., 2022).

Estes resultados podem significar que os gestores podem superestimar suas habilidades e aumentarem suas chances de sucesso sem levar em conta os riscos potenciais dos investimentos (Malmendier & Tate, 2005; Lin et al., 2022). Gestores com remunerações baseadas em pacotes de remuneração ou com componentes semelhantes à dívida preferirão uma política de investimento mais conservadora (Sundaram & Yermack, 2007; Cassell et al., 2012). Com efeito, é provável que haja distorção nos níveis de investimentos quando os gestores preferem o aumento do capital próprio a fim de aumentarem suas remunerações, tanto por superinvestimento como por subinvestimento (Eisdorfer et al., 2013).

Outro fator que pode explicar o alinhamento entre a remuneração e a eficiência dos investimentos é a longevidade da remuneração (Regier, 2023). Empresas que possuem remunerações baseadas em incentivos de curto prazo podem reduzir a capacidade de investimento (Edmans et al., 2017; Ladika & Sautner, 2020), enquanto empresas que possuem sistemas de remunerações baseadas em incentivos de longo prazo podem tender a superestimar a capacidade de investimentos

(Flammer & Bansal, 2017). Dessa forma, consistente com os resultados desta pesquisa, uma variação na duração das remunerações podem afetar positiva a eficiência do investimento, ou nem mesmo afetá-la (Regier, 2023).

As variáveis que mensuram a idade e a experiência financeira dos membros da administração não apresentaram relações estatísticas significativas com a ineficiência dos investimentos. Contudo, esperava-se que membros do conselho de administração e da diretoria executiva com mais experiência financeira e mais maduros conseguissem avaliar melhor a alocação de capital das empresas e consequentemente avaliassem melhor os projetos, como já havia sido discutido por Bodalato et al. (2014), Wang et al. (2015), Garcia-Sanchez et al. (2017) e Zalata et al. (2018) que evidenciaram que a expertise financeira melhora a eficiência de investimentos e por Zeng et al. (2022) que afirmaram que a aversão ao risco de pessoas mais maduras podem evitar o super ou o subinvestimento.

Contudo, a moderação do comitê financeiro foi relevante para explicar a relação entre a experiência dos membros da gestão e a eficiência dos investimentos, mostrando que a existência do comitê financeiro pode potencializar as decisões de gestões que já são consideradas experientes. Segundo Ellis (2011), empresas com gestões mais experientes financeiramente conseguem aliviar os riscos de agência e de assimetria informacional relacionados com as políticas de investimentos corporativos. Com efeito, é razoável esperar que a presença de membros experientes na gestão melhore a tomada de decisão em relação aos investimentos (Eulaiwi et al., 2021; Basu & Lee, 2022).

Por outro lado, a moderação do comitê financeiro altera a relação entre a idade dos membros da gestão e a eficiência dos investimentos, mostrando que quanto maior

a idade, maior será a ineficiência dos investimentos. Estes resultados podem representar que existem características formadoras do comitê como tamanho, experiência ou independência que fazem com que haja desalinhamento entre a maturidade dos membros da gestão e a eficiência dos investimentos, causando deficiências no monitoramento e assessoramento dos comitês em empresas sem elevadas médias de idade.

Além disso, a correlação entre as variáveis que mensuram a idade dos membros com a existência de um comitê financeiro (valores não reportados) indicam que há uma relação significativa e negativa entre estas variáveis. Estes resultados podem indicar que empresas que possuem membros com idade mais elevadas não sentem necessidade de implantar um comitê financeiro, dado que as decisões sobre os investimentos e outras questões financeiras das empresas podem ser tomadas exclusivamente no âmbito dos conselhos de administração e da diretorias executivas.

Quanto à participação em reuniões dos membros do conselho de administração, os resultados demonstraram que não há relação significativa entre a participação das reuniões e a ineficiência dos investimentos. Todavia, estudos anteriores (Agyei-Mensah, 2020; Godsell et al., 2023) haviam documentado que as reuniões do conselho de administração estão positivamente relacionadas com a eficiência dos investimentos, uma vez que a participação efetiva dos membros da administração nas reuniões que discutem, dentre outros assuntos, a política de investimentos pode melhorar o assessoramento à tomada de decisão relacionada à alocação de capital.

Com efeito, os resultados da moderação do comitê financeiro tornam-se estaticamente significantes para explicar a relação entre a participação das reuniões

do conselho e a eficiência dos investimentos, evidenciando que em empresas que possuem comitê financeiro as reuniões do colegiado reduzem a ineficiência dos investimentos. Estes resultados estão alinhados com os achados de Eulaiwi et al. (2022) que já haviam documentado que as reuniões dos comitês estão associadas diretamente a eficiência dos investimentos e consistentes com os achados de Godsell et al. (2023) que afirmaram que a eficiência dos investimentos é maximizada quando há mais comunicação com profissionais de investimento e há maior transmissão destas informações aos membros do conselho.

A variável que mensura a existência de relações familiares na gestão das empresas apresentou relação negativa e significativa com a ineficiência dos investimentos. Estes resultados sugerem que o poder de tomada de decisão relativo à alocação de capital concentrado em membros familiares que participam no conselho de administração e da diretoria executiva é capaz de maximizar o nível ideal de investimentos, uma vez que conseguem preservar aspectos socioemocionais na gestão de conflitos e problemas de agência, o que por conseguinte aumenta o valor da empresa (Shahzad et al., 2019; Eulaiwi et al. 2021; Eulaiwi et al., 2022).

Quando analisado a influência de um comitê financeiro, os resultados permanecem com relações estatísticas negativas e significativas. Estas evidências podem endossar o argumento que os comitês financeiros são relevantes para melhorar a eficiência dos investimentos em empresas que são geridas por grupos familiares e são consistentes com achados de Eulaiwi et al. (2021) que documentaram que a existência de um comitê financeiro é mais importante para a eficiência dos investimentos em empresas de propriedade familiar.

4.3 MEDIDA ALTERNATIVA DE EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

Pesquisas que analisaram a eficiência dos investimentos adotaram como métrica a separação dos resíduos dos modelos em quartis a fim de estabelecer um grupo de referência para comparação das empresas (Shahzad et al., 2019; Kim et al., 2021, Gao et al., 2021). Empresas classificadas no quartil inferior e superior são classificadas como empresas que subinvestem ou superinvestem e empresas nos quartis intermediários são classificadas como empresas com nível adequado de investimento, denominadas por Biddle et al. (2009) de empresas de referência (*benchmarking*).

TABELA 8: TESTE DE *BENCHMARKING* PARA EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

VARIÁVEIS	Modelo 1 (Richardson, 2006)		Modelo 2 (Biddle et al., 2009)	
	Coeficiente	P-value	Coeficiente	P-value
COM	0,4071	0,747	3,941	0,006***
MEMCTRL	-0,6756	0,121	0,896	0,063*
REMPVAR	1,6174	0,010**	1,049	0,118
SEMPORG	-1,4336	0,002**	0,134	0,784
IDMED	0,6549	0,049**	0,604	0,085*
EXP	1,3125	0,000***	-0,588	0,133
REMPMED	-7,5251	0,111	1,125	0,053**
GEN	-0,9491	0,041**	-0,081	0,874
REUNI	0,5452	0,308	0,418	0,470
RELFAM	1,6332	0,005**	0,674	0,286
RELSUB	0,6199	0,021**	1,073	0,000**
MEMCTRL*COM	1,4076	0,089*	1,893	0,044**
REMPVAR*COM	-2,8273	0,042**	0,682	0,668
SEMPORG*COM	4,0671	0,001**	-1,654	0,250
IDMED*COM	-0,6422	0,361	0,407	0,605
EXP*COM	-0,2798	0,764	0,238	0,826
REMPMED*COM	9,2926	0,204	7,195	0,537
GEN*COM	2,0206	0,065*	2,162	0,078**
REUNI*COM	-0,2245	0,861	2,228	0,107
RELFAM*COM	-1,8600	0,126	1,008	0,001***
RELSUB*COM	0,1748	0,725	1,827	0,468
ID	0,0008	0,773	-0,007	0,017**
QT	0,0053	0,921	-0,028	0,183

CX	-0,3721	0,315	-0,165	0,439
TAMA	-0,2121	0,000***	-0,030	0,494
END	-0,1236	0,082*	0,020	0,570
COP	0,0000	0,316	0,000	0,342
ROA	0,0024	0,483	0,005	0,369
CONST	0,1966	0,794	1,3528	0,064*
OBSERVAÇÕES	2.188		2.035	
CONTROLE ANO	Sim		Sim	
CONTROLE SETOR	Sim		Sim	
Wald Chi²	192,13		357,73	
Pseudo R²	0,0845		0,1942	

Nota 1: COM – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua um comitê financeiro e valor 0 caso contrário; MEMCTRL – Fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador; REMVAR – Fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável; IDADE – Fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração; SEPORG – Fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração; EXP – Fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia; REMMED – Fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração; REUNI – Fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado; GEN – Fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração; SUB – Fator de governança que verifica a existência de relações de subordinação na administração; FAM – Fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração; MEMCTRL*COM – Interação entre fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador e comitê financeiro; REMVAR*COM – interação entre fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável e comitê financeiro; IDADE*COM – Interação entre fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro; SEPORG *COM - Interação entre fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração e comitê financeiro; EXP*COM - Interação entre fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia e comitê financeiro; REMMED*COM – Interação entre fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro; REUNI*COM – Interação entre fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado e comitê financeiro; GEN*COM – Interação entre fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração e comitê financeiro; SUB*COM – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações de subordinação na administração e comitê financeiro; FAM*COM – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração e comitê financeiro; ID – Idade das empresas; QT – Q de Tobin mensurado pela razão entre o valor de mercado e ativo das empresas; CX – Caixa e equivalentes de caixa escalonados pelos ativos; TAM – Tamanho das empresas medido pelo logaritmo do ativo total; END – Endividamento mensurado pela razão entre a dívida exigível e o ativo; CO – Ciclo operacional medido em dias desde a aquisição de estoques até o recebimento das vendas; ROA – Rentabilidade das empresas mensurada pela razão entre o lucro líquido e o ativo total.

Nota II: *, **, *** indicam resultados estatisticamente significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados obtidos a partir da regressão logística multinomial são semelhantes aos obtidos anteriormente pelos modelos lineares. A existência do comitê financeiro tem impacto positivo na relação entre o nível ideal de investimentos

e a quantidade de membros indicados pelo acionista controlador, o que demonstra que o assessoramento do comitê é capaz de melhorar e incrementar as práticas de governança. Em resultados complementares aos discutidos anteriormente, o comitê financeiro impacta positivamente a relação entre a separação dos órgãos de gestão e a eficiência dos investimentos, evidenciando assim que movimentos oportunistas derivados da cumulatividade de funções pode ser minimizados pelo monitoramento e assessoramento do comitê financeiro.

Alinhados aos resultados discutidos na seção anterior, a moderação do comitê financeiro na relação entre a experiência financeira dos membros da gestão e a eficiência dos investimentos teve impacto positivo. Assim, o comitê financeiro soma-se a gestão com expertise financeira e tomam-se decisões mais assertivas em assuntos financeiros, o que por conseguinte melhora a avaliação de riscos e conseqüentemente mantém em nível adequado a eficiência dos investimentos.

A variável gênero apresentou relação positiva e significativa. Estudos tem documentado que a presença de mulheres nos órgãos de gestão está positivamente relacionado com a eficiência dos investimentos, tanto em nível de subinvestimento quanto em nível de superinvestimento, dado que mulheres desempenham um forte papel de monitoramento e disciplina e conseguem reduzir os problemas de agência (Ullah et al., 2020; Mirza et al., 2020; Farooq et al., 2022; Yu, 2023).

Neste aspecto, a moderação de um comitê financeiro mostra que há alinhamento entre a presença de mulheres nos órgãos de gestão e a eficiência dos investimentos, pois a interação entre a variável gênero com o comitê financeiro apresentou relação positiva e significativa com a eficiência do investimento, sugerindo que a presença de mulheres nos órgãos de gestão são impactadas pelo comitê

financeiro no que diz respeito a eficiência dos investimentos, sendo mais provável que tais características de governança gerem melhores decisões de investimentos quando são acompanhadas por um comitê financeiro.

4.4 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA INDEPENDÊNCIA DO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

Diversos estudos analisaram as consequências da independência dos conselhos de administração sobre a eficiência dos investimentos e concluíram que a participação de membros isentos de responsabilidades na empresa podem atenuar conflitos de agência e minimizar movimentos oportunistas diferentes dos objetivos centrais da empresa (Muniandy & Hillier, 2015; Nor et al., 2017; Souther, 2021). Semelhantemente, Basu e Lee (2022) e Al-Dhamari et al. (2023) evidenciaram que comitês financeiros altamente independentes estariam relacionados com a eficiência dos investimentos e o desempenho financeiro.

Os resultados a seguir demonstram o efeito da independência do comitê financeiro na relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos investimentos.

TABELA 9: INFLUÊNCIA DA INDEPENDÊNCIA COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

VARIÁVEIS	Modelo 1 (Richardson, 2006)		Modelo 2 (Biddle et al., 2009)	
	Coeficiente	P-value	Coeficiente	P-value
COMIND	-2,4780	0,371	1,7833	0,673
MEMCTRL	2,1328	0,061*	0,1438	0,926
REMPVAR	2,7063	0,159	5,5318	0,046**
SEPORG	3,4127	0,057*	-2,1846	0,372
IDMED	-0,3203	0,728	-1,6917	0,168
EXP	1,7674	0,155	2,3334	0,226
REMMED	5,5797	0,554	8,1955	0,629
GEN	-0,0931	0,948	-0,2395	0,907
REUNI	-2,2084	0,200	0,6880	0,786

REL FAM	0,2936	0,862	2,8140	0,245
REL SUB	0,5911	0,396	0,5165	0,612
MEM CTRL*COMIND	-2,9921	0,083*	-1,6308	0,521
REM VAR*COMIND	0,4852	0,878	0,0424	0,994
SEP ORG*COMIND	-2,3558	0,407	8,0118	0,099*
ID MED*COMIND	3,2624	0,050**	0,7131	0,748
EXP*COMIND	0,6516	0,743	-2,2396	0,441
REMMED*COMIND	7,1593	0,651	-2,0460	0,402
GEN*COMIND	1,4978	0,522	-3,8965	0,268
REUNI*COMIND	7,9341	0,013**	2,8142	0,513
REL FAM*COMIND	-12,2390	0,630	-0,1625	0,966
REL SUB*COMIND	0,0164	0,987	-0,6124	0,682
ID	-0,0155	0,021**	0,0052	0,589
QT	-0,1918	0,097*	-0,1002	0,420
CX	-2,9320	0,016**	-0,0435	0,952
TAMA	-0,8606	0,000***	-0,2592	0,112
END	0,0793	0,732	0,0042	0,977
COP	-0,0006	0,326	0,0014	0,017**
ROA	0,0138	0,323	0,0128	0,520
CONST	2,3456	0,000***	3,4279	0,401
OBSERVAÇÕES	585		497	
CONTROLE ANO	Sim		Sim	
CONTROLE SETOR	Sim		Sim	
Wald Chi²	180,95		340,02	
Pseudo R²	0,2237		0,5018	

Nota 1: COMIND – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua pelo menos um membro independente no comitê financeiro e valor 0 caso contrário; MEMCTRL – Fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador; REMVAR – Fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável; IDADE – Fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração; SEPORG – Fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração; EXP – Fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia; REMMED – Fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração; REUNI – Fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado; GEN – Fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração; FAM – Fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração; MEMCTRL*COM_IND – Interação entre fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador e comitê financeiro independente; REMVAR*COM_IND – interação entre fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável e comitê financeiro independente; IDADE*COM_IND – Interação entre fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro independente; SEPORG*COM_IND - Interação entre fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração e comitê financeiro independente; EXP*COM_IND - Interação entre fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia e comitê financeiro independente; REMMED*COM_IND – Interação entre fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro independente; REUNI*COM_IND – Interação entre fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado e comitê financeiro independente; GEN*COM_IND – Interação entre fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração e comitê financeiro independente; SUB*COM_IND – Interação

entre fator de governança que verifica a existência de relações de subordinação na administração e comitê financeiro; FAM*COM_IND – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração e comitê financeiro; ID – Idade das empresas; QT – Q de Tobin mensurado pela razão entre o valor de mercado e ativo das empresas; CX – Caixa e equivalentes de caixa escalonados pelos ativos; TAM – Tamanho das empresas medido pelo logaritmo do ativo total; END – Endividamento mensurado pela razão entre a dívida exigível e o ativo; CO – Ciclo operacional medido em dias desde a aquisição de estoques até o recebimento das vendas; ROA – Rentabilidade das empresas mensurada pela razão entre o lucro líquido e o ativo total.

Nota II: *, **, *** indicam resultados estatisticamente significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores

Diferentemente dos achados de Basu e Lee (2022) e Eulaiwi et al. (2022), os resultados demonstraram que a independência do comitê financeiro não interfere nas decisões de investimentos e no desempenho das empresas. Enquanto Basu e Lee (2022) demonstraram haver membros independentes em aproximadamente 88% das empresas norte-americanas, na amostra utilizada nesta pesquisa apenas aproximadamente 9% dos membros são considerados independentes nos comitês financeiros. Desta forma, a inexistência de resultados estatisticamente significativos pode derivar do baixo número de membros independentes nos comitês financeiros nas empresas brasileiras.

Estes resultados podem também derivar do moderado número de membros independentes nas estruturas de governança corporativa no Brasil, principalmente nos comitês financeiros. Com efeito, a alta indicação de membros dos órgãos de gestão pelo acionista controlador, o alto número de empresas familiares e a alta concentração acionária podem contribuir para a ausência de membros externos nas estruturas de governança, ainda que tais indicações sejam altamente entendidas como boa prática de governança.

No entanto, quando analisado a capacidade da independência do comitê financeiro impactar na relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos

investimentos, a indicação de membros pelo acionista controlador sofre interferência do comitê independente na relação com a eficiência dos investimentos. O resultado negativo e estatisticamente significativo pode demonstrar que os membros independentes no comitê financeiro podem causar desalinhamento na política financeira de gestões totalmente alinhadas com o interesse de um determinado grupo de acionistas.

Diferentemente do que havia sido discutido na seção anterior, a independência do comitê financeiro se mostra benéfica na relação entre o a idade média dos membros da gestão e a eficiência dos investimentos. A existência de membros independentes nos comitês pode assegurar que as decisões sejam mais assertivas quando houver desvio de comportamentos inerentes à idade dos membros da gestão. Com isso, espera-se que a aversão ao risco de pessoas mais maduras juntamente com as opiniões de membros independentes evitem o super ou o subinvestimento e mantenham a qualidade da eficiência dos investimentos (Zalata et al., 2018; Zeng et al., 2022).

Quanto à independência da gestão, membros independentes contribuem para as discussões ao opinarem com impessoalidade nas decisões, o que é endossado pelas discussões promovidas por Eulaiwi et al. (2022) e Godsell et al. (2023) que já haviam afirmado que a as reuniões dos comitês estão associadas diretamente a eficiência dos investimentos. Alinhado a isto, os resultados demonstraram que a existência de membros independentes nos comitês financeiros potencializam a relação entre o aumento das participações em reuniões e a eficiência dos investimentos, corroborando que a independência dos membros auxilia às empresas a não se afastarem de seus níveis ideais de investimentos (Dos Santos, 2023).

4.5 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESPECIFICIDADE DO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

A identificação dos comitês financeiros utilizados nesta pesquisa seguiu a metodologia adotada por Basu e Lee (2022) que consiste em identificar tais comitês por similaridade de palavras que reportam a noção de assuntos financeiros. Contudo, no cenário brasileiro se mostra abrangente o número de comitês que tratam de diversos assuntos, sem, no entanto, tratar unicamente de assuntos financeiros. A análise a seguir averigua se o fato da empresa possuir um comitê específico para assuntos financeiros interfere na relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos investimentos.

TABELA 10: INFLUÊNCIA DA ESPECIFICIDADE DO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

VARIÁVEIS	Modelo 1 (Richardson, 2006)		Modelo 2 (Biddle et a., 2009)	
	Coeficiente	P-value	Coeficiente	P-value
COMESP	8,2655	0,002***	1,9815	0,556
MEMCTRL	-0,0122	0,991	0,8710	0,459
REMPAR	-1,4926	0,458	1,0378	0,662
SEPORG	3,6085	0,030**	-1,6211	0,410
IDMED	0,1794	0,855	0,7600	0,508
EXP	-0,4037	0,748	0,1842	0,898
REMMED	2,7729	0,811	2,8354	0,021**
GEN	0,4551	0,751	1,3133	0,428
REUNI	-1,6990	0,374	0,9163	0,674
RELFAM	-0,5643	0,728	3,3613	0,058*
RELSUB	0,5299	0,431	0,0696	0,930
MEMCTRL*COM_ESP	0,7462	0,663	1,0559	0,619
REMPAR*COM_ESP	8,4561	0,005**	6,7293	0,070*
SEPORG*COM_ESP	-0,6827	0,842	3,1471	0,484
IDMED*COM_ESP	1,4432	0,341	-1,6201	0,377
EXP*COM_ESP	3,5109	0,077*	2,2631	0,344
REMMED*COM_ESP	8,5647	0,544	-1,2161	0,559
GEN*COM_ESP	-0,0512	0,982	0,5224	0,854
REUNI*COM_ESP	4,1334	0,142	-0,9208	0,784
RELFAM*COM_ESP	1,1665	0,642	-3,3808	0,300

RELSUB*COM_ESP	0,3158	0,766	1,0548	0,402
ID	-0,0154	0,025**	0,0063	0,375
QT	-0,1622	0,158	0,0399	0,349
CX	-2,8912	0,020**	0,6443	0,369
TAMA	-0,8533	0,000***	-0,1474	0,242
END	-0,0016	0,995	-0,1526	0,261
COP	-0,0007	0,221	0,0001	0,849
ROA	0,0139	0,288	-0,0128	0,414
CONST	2,6881	0,000**	2,7611	0,591
OBSERVAÇÕES	585		507	
CONTROLE ANO	Sim		Sim	
CONTROLE SETOR	Sim		Sim	
Wald Chi²	179,84		242,47	
Pseudo R²	0,2233		0,3505	

Nota 1: COM_ESP – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua um comitê financeiro específico e valor 0 caso contrário; MEMCTRL – Fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador; REMVAR – Fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável; IDADE – Fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração; SEPORG – Fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração; EXP – Fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia; REMMED – Fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração; REUNI – Fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado; GEN – Fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração; FAM – Fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração; MEMCTRL*COM_ESP – Interação entre fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador e comitê financeiro específico; REMVAR*COM_ESP – interação entre fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável e comitê financeiro específico; IDADE*COM_ESP – Interação entre fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro específico; SEPORG *COM_ESP - Interação entre fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração e comitê financeiro específico; EXP*COM_ESP - Interação entre fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia e comitê financeiro específico; REMMED*COM_ESP – Interação entre fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro específico; REUNI*COM_ESP – Interação entre fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado e comitê financeiro específico; GEN*COM_ESP – Interação entre fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração e comitê financeiro específico; SUB*COM_ESP – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações de subordinação na administração e comitê financeiro específico; FAM*COM_ESP – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração e comitê financeiro específico; ID – Idade das empresas; QT – Q de Tobin mensurado pela razão entre o valor de mercado e ativo das empresas; CX – Caixa e equivalentes de caixa escalonados pelos ativos; TAM – Tamanho das empresas medido pelo logaritmo do ativo total; END – Endividamento mensurado pela razão entre a dívida exigível e o ativo; CO – Ciclo operacional medido em dias desde a aquisição de estoques até o recebimento das vendas; ROA – Rentabilidade das empresas mensurada pela razão entre o lucro líquido e o ativo total.

Nota II: *, **, *** indicam resultados estatisticamente significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados mostra que há uma relação positiva e significativa entre as variáveis que indicam que a empresa possui um comitê financeiro específico e a eficiência dos investimentos. Estes resultados sugerem que empresas que possuem um comitê exclusivo para tratar de assuntos financeiros pode ser mais assertiva na tomada de decisões de assuntos financeiros, e conseqüentemente conseguem promover níveis mais adequados de investimentos nas empresas.

Semelhantemente a resultados anteriores, verifica-se uma relação positiva entre a remuneração variável da gestão e a eficiência dos investimentos nas situações em que há um comitê financeiro específico. Desta forma, as evidências sugerem que a busca pela remuneração variável faz com que as tomadas de decisões de cunho financeiro sejam realizadas com o intuito de bons resultados que podem estarem atrelados aos bônus de remuneração. Destarte, observa-se também que o efeito se torna mais acentuado em situações em que a empresa possui um comitê exclusivo para assuntos financeiros, dado que a performance dos investimentos pode ser impactada por um grupo de especialistas que se dedicam a apenas um tema corporativo.

Da mesma forma, a relação entre o a experiência da gestão e a eficiência dos investimentos é impactada positivamente pela presença de um comitê exclusivo para assuntos financeiros. Como mostrado anteriormente, estes resultados evidenciam que a eficiência dos investimentos tende a melhorar pela presença de um comitê financeiro e são maximizados quando o comitê financeiro trata única e exclusivamente de assuntos financeiros, dado que existirá em todos os âmbitos da gestão (diretoria, conselho e comitês) profissionais com expertise em assuntos financeiros que melhoram a alocação de capital e as decisões de caráter financeiro.

4.6 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DE CONSELHEIROS NO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

TABELA 11: INFLUÊNCIA DE CONSELHEIROS NO COMITÊ FINANCEIRO NA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A EFICIÊNCIA DOS INVESTIMENTOS

VARIÁVEIS	Modelo 1 (Richardson, 2006)		Modelo 2 (Biddle et. al (2009)	
	Coeficiente	P-value	Coeficiente	P-value
COMCONS	3,9419	0,298	0,4430	0,944
MEMCTRL	1,2765	0,539	-4,2321	0,171
REMPVAR	3,7173	0,286	7,8576	0,160
SEPORG	0,1597	0,962	2,3087	0,679
IDMED	0,3270	0,864	-1,4801	0,602
EXP	2,4987	0,289	-0,3698	0,917
REMMED	3,0155	0,217	5,5140	0,887
GEN	2,6678	0,278	-1,7381	0,624
REUNI	0,0828	0,982	-4,2596	0,426
RELFAM	3,3019	0,296	8,2897	0,090*
RELSUB	0,3355	0,803	3,9230	0,075*
MEMCTRL*COMINT	0,8872	0,687	4,7702	0,143
REMPVAR*COMINT	1,0944	0,775	-2,1251	0,731
SEPORG*COMINT	2,6336	0,465	-0,5370	0,928
IDMED*COMINT	0,5817	0,784	-0,1273	0,967
EXP*COMINT	1,0221	0,689	2,4318	0,535
REMMED*COMINT	2,1571	0,384	1,8686	0,963
GEN*COMINT	2,5469	0,349	-0,0203	0,996
REUNI*COMINT	0,2585	0,947	7,2491	0,204
RELFAM*COMINT	-3,7528	0,268	-6,3149	0,225
RELSUB*COMINT	0,1928	0,891	-4,3277	0,862
ID	0,0151	0,027**	0,0018	0,856
QT	0,1842	0,099*	-0,1457	0,304
CX	2,8606	0,019**	-0,3363	0,695
TAMA	0,8503	0,000***	-0,3083	0,057*
END	0,0260	0,913	0,0420	0,810
COP	0,0006	0,299	0,0012	0,039

ROA	0,0153	0,251	0,0104	0,611
CONST	3,8187	0,069*	5,9932	0,654
OBSERVAÇÕES	585		497	
CONTROLE ANO	Sim		Sim	
CONTROLE SETOR	Sim		Sim	
Wald Chi²	167,32		340,16	
Pseudo R²	0,2069		0,5020	

Nota 1: COMINT – Variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa possua pelo menos um conselheiro no comitê financeiro e valor 0 caso contrário; MEMCTRL – Fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador; REMVAR – Fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável; IDADE – Fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração; SEPORG – Fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração; EXP – Fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia; REMMED – Fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração; REUNI – Fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado; GEN – Fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração; FAM – Fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração; MEMCTRL*COM_INT – Interação entre fator de governança que mede a indicação de membros do órgão da administração pelo acionista controlador e comitê financeiro com conselheiro; REMVAR*COM_INT – interação entre fator de governança que representa se as empresas possuem sistema de remuneração variável e comitê financeiro com conselheiro; IDADE*COM_INT – Interação entre fator de governança que mensura a idade média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro com conselheiro; SEPORG*COM_INT - Interação entre fator de governança que representa a separação entre os órgãos da administração e comitê financeiro com conselheiro; EXP*COM_INT - Interação entre fator de governança que mensura a proporção de membros dos conselhos com formação em contabilidade, administração ou economia e comitê financeiro com conselheiro; REMMED*COM_INT – Interação entre fator de governança que mensura a remuneração média dos membros dos órgãos de administração e comitê financeiro com conselheiro; REUNI*COM_INT – Interação entre fator de governança que mensura a participação média dos conselheiros de administração nas reuniões do colegiado e comitê financeiro com conselheiro; GEN*COM_INT – Interação entre fator de governança que mensura a proporção de mulheres nos órgãos de administração e comitê financeiro com conselheiro; SUB*COM_INT – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações de subordinação na administração e comitê financeiro com conselheiro; FAM*COM_INT – Interação entre fator de governança que verifica a existência de relações familiares na administração e comitê financeiro específico; ID – Idade das empresas; QT – Q de Tobin mensurado pela razão entre o valor de mercado e ativo das empresas; CX – Caixa e equivalentes de caixa escalonados pelos ativos; TAM – Tamanho das empresas medido pelo logaritmo do ativo total; END – Endividamento mensurado pela razão entre a dívida exigível e o ativo; CO – Ciclo operacional medido em dias desde a aquisição de estoques até o recebimento das vendas; ROA – Rentabilidade das empresas mensurada pela razão entre o lucro líquido e o ativo total.

Nota II: *, **, *** indicam resultados estatisticamente significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados acerca da presença de conselheiros de administração nos comitês financeiros não apresentaram evidências estatísticas significativas que pudessem demonstrar que tal situação cause impacto positivo na eficiência dos investimentos. Diferentemente do que foi apontado por Santos (2023), não acontece

com o comitê o mesmo fenômeno que acontece com os conselheiros de administração em suas funções de conselho que contribuem com a eficiência dos investimentos quando transmitem mais rapidamente as informações.

Com efeito, a capacidade dos conselheiros de administrações potencializarem as tomadas de decisões financeiros pode estar intimamente ligada às funções que são desempenhadas nos colegiados e nos comitês de maneira separadas. Dessa forma, a disseminação de informações que pode melhorar a capacidade de decisões dos membros e por conseguinte melhorar a qualidade das decisões financeiras (Field et., 2013; Brown et al., 2019) não é necessariamente transmitida por conselheiros pertencentes aos comitês financeiros, mas sim por outros canais de comunicações como as próprias reuniões de gestão.

4.7 SÍNTESE DOS RESULTADOS E VERIFICAÇÃO DAS HIPÓTESES

Os resultados demonstraram que a eficiência dos investimentos pode ser impactada tanto pela existência de um comitê financeiro como também há uma melhora na eficiência quando analisado as estruturas de governança. Em síntese, os resultados demonstraram que as características de governança, com exceção da idade média, são impactadas positivamente quando há existência de um comitê financeiro, resultando assim na melhoria da eficiência dos investimentos. Estes resultados confirmam a hipótese 1 da pesquisa, uma vez que resta comprovado que a existência de um comitê financeiro fortalece a relação entre as estruturas de governanças e a eficiência dos investimentos.

Quanto à independência do comitê financeiro, não foi possível afirmar que o fato do comitê possuir pelo menos um membro independente impactasse na eficiência dos investimentos. Dessa forma, este resultado não confirma a hipótese 2 da pesquisa. No entanto, a moderação do comitê financeiro causou impacto negativo na relação da eficiência dos investimentos com a indicação de membros pelos acionistas controladores, e impacto positivo na relação entre a eficiência dos investimentos com a separação dos órgãos da administração, com a idade média da gestão e com a participação em reuniões. Estes resultados confirmam parcialmente a hipótese 2a da pesquisa, uma vez que em algumas situações foi possível verificar que a independência do comitê financeiro melhorou a relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos investimentos.

No que diz respeito à especificidade dos comitês financeiros, foi possível verificar que empresas que possuem um comitê financeiro para tratar exclusivamente de assuntos financeiros possuem melhores níveis de eficiência dos investimentos, o que corrobora assim a hipótese 3 desta pesquisa. Quanto ao impacto nas estruturas de governança, foi possível verificar que apenas a remuneração e a experiência da gestão são impactados positivamente pela existência de um comitê financeiro específico quando analisado suas relações com a eficiência dos investimentos. Assim, a hipótese 3a é confirmada parcialmente dado que em duas situações o comitê financeiro específico melhorou a relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos investimentos.

Quanto a presença de conselheiros de administração na estrutura dos comitês financeiros, não foi possível evidenciar que o fato do comitê ser formado por pelo menos um conselheiro de administração melhorasse a eficiência dos investimentos,

além disso, tal característica dos comitês financeiros também não apresentou nenhum resultado que mostrasse que a estrutura de governança potencializasse a eficiência dos investimentos. Desta forma, as hipóteses 4 e 4a não são confirmadas, uma vez que a presença de conselheiros de administração nos comitês financeiros não fortaleceu a eficiência dos investimentos nem melhorou a relação entre a estrutura de governança e a eficiência dos investimentos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi analisar a influência dos comitês financeiros na relação entre a estrutura de governança corporativa e a eficiência dos investimentos das empresas brasileiros de capital aberto listadas na B3. Pesquisas recentes haviam evidenciado que algumas implicações financeiras estão relacionadas com a existência de um órgão que presta assessoria específica sobre questões financeiras como o endividamento, a rentabilidade e a eficiência dos investimentos.

Embora o estudo recente de Base e Lee (2022) tenha demonstrado que não há uma relação significativa entre o comitê financeiro e a eficiência dos investimentos, outras pesquisas correlatas já haviam demonstrado que os comitês são importantes ferramentas de governança corporativa que promovem a melhoria da gestão das empresas, uma vez que concentram assuntos específicos que são tratados por profissionais experientes na área.

Os resultados desta pesquisa trouxeram implicações relevantes para o mercado e para a literatura que estuda a governança corporativa. Todas as medidas de governança corporativa foram mensuradas por um conjunto de características dos conselhos de administração e da diretoria executiva, o que permitiu avaliar a

governança das empresas levando-se em consideração que as estruturas de governanças não representam isoladamente a qualidade de gestão das empresas, mas devem ser combinadas a fim de demonstrar que a governança funciona pelo elo entre diversas características de toda a estrutura.

Empresas que possuem alta indicação de membros da gestão pelo acionista controlador apresentaram melhores resultados para a eficiência dos investimentos quando existem comitês financeiros nestas empresas. Estes resultados podem indicar que interesses gerados pelo interesse de um grupo controlador podem ser mitigados quando existe um órgão de assessoramento no conselho que conduz de forma estratégica a política de investimentos das empresas. Por outro lado, é provável também que a melhoria nos resultados se deva ao alinhamento entre a gestão da empresa e o comitê formado exclusivamente por membros internos tanto do conselho como da diretoria executiva.

O comitê financeiro também impactou na relação entre a participação dos membros dos conselhos nas reuniões e a eficiência dos investimentos. Com efeito, as discussões promovidas pelo conselho de administração devem agregar valor nas decisões corporativas, e dessa forma, a existência do comitê financeiro deve facilitar as discussões a respeito das decisões financeiras da empresa. Assim, torna-se perceptível que quanto mais os membros dos conselhos se engajarem nas discussões, mais será provável que os comitês possam influenciar nas decisões relacionadas aos investimentos, uma vez que as informações e as habilidades financeiras fluirão mais rapidamente e mais assertivamente.

Outro aspecto impactado pelo comitê financeiro na eficiência dos investimentos foi a proporção de mulheres na estrutura de governança das empresas. Algumas

pesquisas haviam evidenciado que a relação entre a proporção de mulheres na administração das empresas era negativa ou inexistente. Contudo, os resultados desta pesquisa demonstraram que a existência do comitê financeiro reduz a ineficiência dos investimentos naquelas empresas com maiores proporções de mulheres na estrutura de governança.

Estes resultados demonstram que o comitê financeiro pode maximizar a qualidade das decisões financeiras em ambientes corporativos que possuem dificuldades em gerir o processo decisório de investimentos. Contudo, é necessário observar que tal resultado não implica que empresas com grande participação de mulheres na gestão possuem deficiências na política financeira, mas sim que o comitê auxilia na tomada de decisão em situações em que a governança possui limitações em geral.

Quanto à formação da estrutura de governança com a presença de relações familiares, a existência do comitê financeiro mostrou-se uma ferramenta capaz de melhorar a eficiência dos investimentos. Empresas com fortes laços familiares costumam serem marcadas por conflitos gerados pela ambição do poder e pela intenção da construção de impérios, o que pode, por conseguinte, impactar negativamente na eficiência dos investimentos. Contudo, os resultados mostraram que a existência de um comitê financeiro pode maximizar a qualidade dos investimentos realizados pelas empresas, uma vez que o assessoramento do conselho de administração passa a ter mais qualidade quando um órgão independente passa a auxiliar nas decisões corporativas de maneira imparcial.

Ao contrário do que se esperava, a eficiência dos investimentos aumenta ao passo que a remuneração executiva aumenta nas empresas que possuem comitês

financeiros. Estes resultados podem indicar que o comitê financeiro é seja capaz de suavizar a agressividade na tomada de decisões financeiras pois a remuneração pode estar atrelada aos resultados, fazendo com que a política de investimentos seja direcionada para a obtenção de resultados próprios dos gestores.

As relações entre a separação de órgãos da gestão e a experiência financeira com a eficiência dos investimentos foram impactadas pela existência de um comitê financeiro. Além disso, em ambos os casos houve significância estatística nas relações. Estes resultados podem indicar que os comitês financeiros são necessários e relevantes também em estruturas em que há alinhamento direto entre os órgãos da administração ou em estruturas que já contam com ampla quantidade de membros com experiência em assuntos financeiros.

Quanto às características intrínsecas dos comitês, observou-se que apenas a especificidade dos comitês financeiros é capaz de impactar positivamente a eficiência dos investimentos, sendo, portanto, a independência e a presença de conselheiros nos comitês irrelevantes para a eficiência dos investimentos. Contudo, observou-se que a independência e a especificidade dos comitês financeiros são capazes de fortalecer a relação entre as estruturas de governança e a eficiência dos investimentos, sendo a presença de conselheiros nos comitês irrelevante para tal relação.

No geral, os resultados demonstram que os comitês financeiros são uma ferramenta capaz de impactar a forma como as estruturas de governança tomam decisões de caráter financeiro, expondo assim algumas contribuições e implicações práticas para a literatura e para o mercado em geral. Para a literatura, as evidências mostram que uma ferramenta facultativa para as empresas é capaz de melhorar a

eficiência dos investimentos quando consideradas algumas características das estruturas de governança, e por isso carece de análises mais profundas para investigar outras circunstâncias que estes comitês podem impactar outras questões empresariais.

Para o mercado, investidores em geral devem observar que a formação do comitê financeiro pode representar uma expectativa maior de sucesso dos investimentos realizados pelas empresas. Dessa forma, torna-se imprescindível para as empresas a formação de comitês financeiros para sinalizar para o mercado que há um maior zelo pela política e decisões financeiras, e que a relação custo-benefício da formação deste órgão que presta assessoria à gestão da empresa é maximizada pelos retornos auferidos a partir do auxílio oferecido por estas instâncias.

A pesquisa possui limitações. O alto número de observações perdidas pela falta da disponibilização de algumas informações financeiras e de governança das empresas faz com que os resultados sejam menos robustos do que poderiam ser caso existissem maiores quantidades de informações. As denominações genéricas dos comitês podem causar vieses na identificação dos comitês financeiros e conseqüentemente nos resultados. Sugere que pesquisas futuras construam variáveis separando aqueles comitês com denominações genéricas dos demais comitês de finanças e de investimentos. Sugere-se também que sejam exploradas outras características dos comitês como tamanho, experiência e diversidade de gênero, por exemplo, bem como outras implicações para as empresas como rentabilidade e endividamento.

REFERÊNCIAS

- Abad, D., Lucas-Pérez, M. E., Minguéz-Vera, A., & Yagüe, J. (2017). Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets?. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(3), 192-205. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2017.04.001>
- Adams, R. B., Rangunathan, V., & Tumarkin, R. (2021). Death by committee? An analysis of corporate board (sub-) committees. *Journal of financial economics*, 141(3), 1119-1146. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.032>
- Agyei-Mensah, B. K., Agyemang, O. S., & Ansong, A. (2020). Audit Committee Effectiveness, Audit Quality, and Internal Control Information Disclosures: An Empirical Study. In *Corporate Governance Models and Applications in Developing Economies* (pp. 1-22). IGI Global.
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2020). Board, audit committee, ownership and financial performance—emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54-81.
- Al-ahdal, W. M., & Hashim, H. A. (2022). Impact of audit committee characteristics and external audit quality on firm performance: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(2), 424-445.
- Albitar, K., Abdoush, T., & Hussainey, K. (2022). Do corporate governance mechanisms and ESG disclosure drive CSR narrative tones?. *International Journal of Finance & Economics*.
- Al-Dhamari, R., Al-Wesabi, H., Farooque, O. A., Tabash, M. I., & El Refae, G. A. (2023). Does investment committee mitigate the risk of financial distress in GCC? The role of investment inefficiency. *International Journal of Accounting & Information Management*, 31(2), 321-354.
- Al-Gamrh, B., Ku Ismail, K. N. I., Ahsan, T., & Alquhaif, A. (2020). Investment opportunities, corporate governance quality, and firm performance in the UAE. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(2), 261-276.
- Al-Hadi, A., Eulaiwi, B., Al-Yahyaee, K. H., Duong, L., & Taylor, G. (2020). Investment committees and corporate cash holdings. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101260.
- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., & Habib, A. (2016). Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), 145-170.

- Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial management*, 34(4), 5-34.
- Alzeban, A. (2020). The relationship between the audit committee, internal audit and firm performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(3), 437-454.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448.
- Arayakarnkul, P., Chatjuthamard, P., Lhaopadchan, S., & Treepongkaruna, S. (2022). Corporate governance, board connections and remuneration. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(4), 795-808.
- Baglioni, A., & Colombo, L. (2013). The efficiency view of corporate boards: theory and evidence. *Applied Economics*, 45(4), 497-510.
- Basu, S., & Lee, E. (2022). Antecedents of and outcomes after finance committee use. *Journal of Business Finance & Accounting*, 49(3-4), 491-535.
- Basu, S., & Liang, Y. (2019). Director–liability–reduction laws and conditional conservatism. *Journal of Accounting Research*, 57(4), 889-917.
- Basyith, A., Ho, P., & Fauzi, F. (2022). Do better-governed firms enhance shareholders' value? A study of corporate governance index firms. *Journal of Governance and Regulation/Volume*, 11(2).
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of financial economics*, 127(3), 588-612.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). *Cash Flow and Investment Project Outcomes: Evidence from Bidding on Oil and Gas Leases*. MIT working paper.
- Bhat, K. U., Chen, Y., Jebran, K., & Memon, Z. A. (2020). Board diversity and corporate risk: evidence from China. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(2), 280-293.
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The accounting review*, 81(5), 963-982.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.

- Bonetti, P., Magnan, M. L., & Parbonetti, A. (2016). The influence of country- and firm-level governance on financial reporting quality: Revisiting the evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), 1059-1094.
- Boumosleh, A., & Cline, B. N. (2015). Outside director stock options and dividend policy. *Journal of Financial Services Research*, 47, 381-410.
- Brown, A. B., Dai, J., & Zur, E. (2019). Too busy or well-connected? Evidence from a shock to multiple directorships. *The Accounting Review*, 94(2), 83-104.
- Bzeouich, B., Lakhal, F., & Dammak, N. (2019). Earnings management and corporate investment efficiency: does the board of directors matter?. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(4), 650-670.
- Chen, W., He, K., & Wang, L. (2023). Blockchain technology, macroeconomic uncertainty and investment efficiency. *International Journal of Emerging Markets*, (ahead-of-print).
- Cheng, M. Y., & Wu, Y. F. (2021). Investment Evaluation and Partnership Selection Model in the Offshore Wind Power Underwater Foundations Industry. *Journal of Marine Science and Engineering*, 9(12), 1371.
- Cheng, Y., Harford, J., Hutton, I., & Shipe, S. (2022). Ex post bargaining, corporate cash holdings, and executive compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(3), 957-987.
- Cooper, E. W., & Uzun, H. (2022). Busy outside directors and ESG performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-20.
- Dos Santos, J. É. (2021). A influência do board interlocking no custo de capital de terceiros. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e176516-e176516.
- Dos Santos, J. E. (2023). Composição Dos Conselhos De Administração, Redes Sociais Corporativas E Eficiência Dos Investimentos. *Revista Universo Contábil*, 18, 2022106.
- Duong, H. K., Kang, H., & Salter, S. B. (2022). The joint effect of internal and external governance on earnings management and firm performance. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 33(2), 68-90.
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277.
- Eisdorfer, A., Giaccotto, C., & White, R. (2013). Capital structure, executive compensation, and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 549-562.

- Ellis, C. D. (2011). Best practice investment committees. *The Journal of Portfolio Management*, 37(2), 139-147.
- Elmassri, M., Kuzey, C., Uyar, A., & Karaman, A. S. (2023). Corporate social responsibility, business strategy and governance performance. *Management Decision*.
- Eulaiwi, B., Al-Hadi, A., Al-Yahyaee, K. H., & Taylor, G. (2021). Investment board committee and investment efficiency in a unique environment. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(15), 4408-4423.
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 160-181.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtychyan, A. (2013). Are busy boards detrimental?. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63-82.
- Gao, X., Xu, W., Li, D., & Xing, L. (2021). Media coverage and investment efficiency. *Journal of Empirical Finance*, 63, 270-293.
- Godsell, D., Jung, B., & Mescall, D. (2023). Investor relations and investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*.
- Guizani, M., & Ajmi, A. N. (2021). Financial conditions, financial constraints and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 37(4), 763-784.
- Guthrie, J., Cuganesan, S., & Ward, L. (2007). Extended performance reporting: Evaluating corporate social responsibility and intellectual capital management. *Issues in Social and Environmental Accounting*, 1(1), 1-25.
- Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: the effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, 38, 603-643.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman editora.
- Hao, Y., Li, J., Cui, X., & Ni, J. (2023). CEO experience, managerial overconfidence and investment efficiency: Evidence from a natural experiment in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102083.
- Henri, J. F., & Héroux, S. (2019). Exploring the governance committee: the trinity's great forgotten. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(2), 339-352.
- Husain, Z., & Juhmani, O. I. (2020, November). Corporate Governance, Ownership Structure and Investment Structure: Evidence from GCC Countries. In *2020*

International Conference on Decision Aid Sciences and Application (DASA) (pp. 270-273). IEEE.

- Huu Nguyen, A., Thuy Doan, D., & Ha Nguyen, L. (2020). Corporate governance and agency cost: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(5), 103.
- James, H. L., Borah, N., & Lirely, R. (2020). The effectiveness of board independence in high-discretion firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
- Jiang, H., Jia, J., & Chapple, L. (2023). Enterprise risk management and investment efficiency: Australian evidence from risk management committees. *Australian Journal of Management*, 03128962221144513.
- Jiraporn, P., & Chintrakarn, P. (2009). Staggered boards, managerial entrenchment, and dividend policy. *Journal of Financial Services Research*, 36, 1-19.
- Joo, J. H., & Chamberlain, S. L. (2017). The effects of governance on classification shifting and compensation shielding. *Contemporary Accounting Research*, 34(4), 1779-1811.
- Kasbar, M. S. H., Tsitsianis, N., Triantafylli, A., & Haslam, C. (2023). An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(2), 235-259.
- Khalid, A. A. (2020). Role of audit and governance committee for internal Shariah audit effectiveness in Islamic banks. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(1), 81-89.
- Kizys, R., Mamatzakis, E. C., & Tzouvanas, P. (2023). Does genetic diversity on corporate boards lead to improved environmental performance?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 84, 101756.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *The journal of law and Economics*, 41(1), 275-304.
- Kong, D., Pan, Y., Tian, G. G., & Zhang, P. (2020). CEOs' hometown connections and access to trade credit: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101574.
- Krause, R. (2017). Being the CEO's boss: An examination of board chair orientations. *Strategic Management Journal*, 38(3), 697-713.
- Kuzey, C., Uyar, A., & Karaman, A. S. (2023). Over-investment and ESG inequality. *Review of Accounting and Finance*, 22(3), 399-421.

- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1871-1885.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. R. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The accounting review*, 82(4), 963-1008.
- Lee, C. C., Wang, Y., & Zhang, X. (2023). Corporate governance and systemic risk: Evidence from Chinese-listed banks. *International Review of Economics & Finance*, 87, 180-202.
- Lin, K. J., Karim, K., Hu, R., & Dunn, S. (2023). Fifty shades of CEO duality: CEO personal risk preference, duality and corporate risk-taking. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(3), 425-441.
- Loderer, C., Stulz, R., & Waelchli, U. (2017). Firm rigidities and the decline in growth opportunities. *Management Science*, 63(9), 3000-3020.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- Med Bechir, C., & Jouirou, M. (2021). Investment efficiency and corporate governance: evidence from Asian listed firms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-23.
- Mirza, S. S., Majeed, M. A., & Ahsan, T. (2020). Board gender diversity, competitive pressure and investment efficiency in Chinese private firms. *Eurasian Business Review*, 10, 417-440.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Muniandy, B., & Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108-124.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010b). The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18, 136-148

- Oliveira, M., & Zhang, S. (2022). The trends and determinants of board gender and age diversities. *Finance Research Letters*, 46, 102798.
- Pandey, N., Kumar, S., Post, C., Goodell, J. W., & García-Ramos, R. (2022). Board gender diversity and firm performance: A complexity theory perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 1-32.
- Pikulina, E., Renneboog, L., & Tobler, P. N. (2017). Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of Corporate Finance*, 43, 175-192.
- Pugliese, A., & Wenstop, P. Z. (2007). Board members' contribution to strategic decision-making in small firms. *Journal of Management and Governance*, 11, 383–404
- Qubbaja, A. A. (2018). Impact of corporate governance quality on the cost of equity capital: evidence from Palestinian firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 9(8), 151-159.
- Rajkovic, T. (2020). Lead independent directors and investment efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101690.
- Reeb, D., & Upadhyay, A. (2010). Subordinate board structures. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 469-486.
- Regier, M. (2023). Does Longer Duration of Executive Compensation Foster Investment Efficiency?. *European Accounting Review*, 32(2), 513-546.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11, 159-189.
- Saona, P., Muro, L., & Alvarado, M. (2020). How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(1), 98-133.
- Schiehll, E., Ahmadjian, C., & Filatotchev, I. (2014). National governance bundles perspective: Understanding the diversity of corporate governance practices at the firm and country levels. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 179-184.
- Serra, F. R., Tres, G., & Ferreira, M. P. (2016). The 'CEO' effect on the performance of Brazilian companies: an empirical study using measurable characteristics. *European Management Review*, 13(3), 193-205.
- Shahzad, F., Rehman, I. U., Colombage, S., & Nawaz, F. (2019). Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency: An empirical investigation. *Managerial Finance*, 45(4), 513-535.

- Souther, M. E. (2021). Does board independence increase firm value? Evidence from closed-end funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(1), 313-336.
- Stoelhorst, J. W. (2021). Value, rent, and profit: A stakeholder resource-based theory. *Strategic Management Journal*.
- Suttipun, M., & Dechthanabodin, P. (2022). Environmental, Social and Governance (ESG) Committees and Performance in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 205-220.
- Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20(5), 919-937.
- Tejerina-Gaite, F. A., & Fernández-Temprano, M. A. (2021). The influence of board experience on firm performance: does the director's role matter?. *Journal of Management and Governance*, 25, 685-705.
- Thamaree, A., & Zaby, S. (2023). Bibliometric review of research on corporate governance and firm value. *Journal of Governance & Regulation*, 12(1), 42–52.
- Tinaikar, S., & Xu, B. (2023). Does competition exacerbate investment inefficiencies? Evidence from Japanese firms. *International Review of Economics & Finance*, 87, 35-53.
- Ullah, I., Zeb, A., Khan, M. A., & Xiao, W. (2020). Board diversity and investment efficiency: Evidence from China. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20(6), 1105-1134.
- Uyar, A., Elmassri, M., Kuzey, C., & Karaman, A. S. (2023). Does external assurance stimulate higher CSR performance in subsequent periods? The moderating effect of governance and firm visibility. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(4), 677-704.
- Van Thi Thuy, V. U., Phan, N. T., & Dang, H. N. (2020). Impacts of ownership structure on systemic risk of listed companies in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB)*, 7(2), 107-117.
- Whitler, K. A., Krause, R., & Lehmann, D. R. (2018). When and how board members with marketing experience facilitate firm growth. *Journal of Marketing*, 82(5), 86-105.
- Xidonas, P., Doukas, H., & Hassapis, C. (2021). Grouped data, investment committees & multicriteria portfolio selection. *Journal of Business Research*, 129, 205-222.
- Yeh, Y. H., Chung, H., & Liu, C. L. (2011). Committee independence and financial institution performance during the 2007-08 credit crunch: Evidence from a multi-country study. *Corporate Governance-An International Review*, 19(5), 437-458.

- Yi, E. (2023). Corporate governance, information disclosure and investment-Cash flow sensitivity. *Finance Research Letters*, 55, 103942.
- Yu, C. (2023). Board gender diversity and investment inefficiency. *Journal of Economics and Business*, 124, 106107.
- Yu, M. (2022). CEO duality and firm performance: A systematic review and research agenda. *European Management Review*.
- Yu, M. (2022). CEO duality and firm performance: A systematic review and research agenda. *European Management Review*.
- Zalata, A. M., Taurigana, V., & Tingbani, I. (2018). Audit committee financial expertise, gender, and earnings management: Does gender of the financial expert matter?. *International review of financial analysis*, 55, 170-183.
- Zeng, H., Zhang, X., Zhou, Z., Zhang, T., & Zhou, Q. (2022). Does the effect of the annual year taboo exist? Empirical evidence from senior managers' zodiac year and corporate inefficient investment. *The British Accounting Review*, 54(6), 101114.
- Zhao, L., Li, N., & Wu, Y. (2023). Institutional investors' site visits, information asymmetry, and investment efficiency. *International Review of Financial Analysis*, 88, 102674.

Capítulo 5

CONCLUSÃO GERAL

A presente tese examinou a governança corporativa sob a perspectiva do conselho de administração e sua influência no desempenho das empresas. Para isso, foram considerados aspectos essenciais, como a avaliação e a estrutura do conselho, além da existência do comitê financeiro. De maneira geral, os resultados obtidos corroboram a premissa de que o conselho de administração constitui um instrumento fundamental de governança corporativa e, portanto, deve ser continuamente aprimorado para que as organizações alcancem uma gestão mais eficiente e sustentável.

No decorrer da pesquisa, os três artigos desenvolvidos trouxeram contribuições relevantes tanto para o meio acadêmico quanto para o mercado, abordando diferentes aspectos do funcionamento dos conselhos de administração e suas interações com os processos decisórios empresariais. O artigo tecnológico apresentado no Capítulo 2 focou na avaliação do conselho de administração, fornecendo um panorama detalhado sobre a realidade da prática avaliativa no contexto empresarial brasileiro. Os achados indicam que, embora a avaliação dos conselhos seja amplamente recomendada na literatura, essa prática ainda não está consolidada entre as empresas nacionais, o que pode comprometer a transparência e a eficiência da governança.

Diante desse cenário, a pesquisa propôs um modelo de avaliação baseado nos principais atributos dos conselhos discutidos na literatura. Esse modelo sugere que as empresas devem estruturar seus processos avaliativos considerando as partes

interessadas que possuem interesses diretos na organização. Além disso, enfatiza-se que um sistema de avaliação eficaz deve ser personalizado, refletindo as necessidades específicas da empresa e permitindo ajustes periódicos conforme as exigências do mercado e da regulação evoluam.

Outro aspecto relevante da proposta é a demonstração de que o processo de avaliação pode ser realizado internamente sem representar um custo elevado para a organização. Muitas empresas relutam em implementar avaliações de conselhos devido ao receio de altos custos e processos burocráticos complexos. No entanto, a pesquisa sugere que a avaliação pode ser conduzida de forma acessível e eficiente, proporcionando ganhos significativos para a empresa ao identificar e corrigir potenciais pontos fracos no desempenho dos conselheiros. A adoção de uma cultura de avaliação sistemática pode, portanto, contribuir para a melhoria contínua da governança e, conseqüentemente, para o desempenho empresarial.

O Capítulo 3 abordou um dos aspectos mais relevantes da governança corporativa: a estrutura da formação dos conselhos de administração. O artigo utilizou uma metodologia inovadora na área de finanças para analisar em quais circunstâncias a composição dos conselhos impacta positiva ou negativamente o desempenho das empresas. Os resultados evidenciam que não existem características isoladas dos conselhos que, por si só, garantam um alto ou baixo desempenho empresarial. Em vez disso, a pesquisa revela que o impacto da governança corporativa é o resultado de uma combinação de fatores interdependentes. Isso significa que diferentes configurações de conselho podem ser eficazes dependendo do contexto específico de cada organização.

A pesquisa também reforça a necessidade de que os conselhos sejam formados considerando as particularidades da empresa, ao invés de seguir modelos padronizados impostos por códigos de governança ou legislações genéricas. Muitas vezes, a tentativa de replicar um modelo universal pode resultar em estruturas ineficientes, que não atendem às demandas específicas da organização. Dessa forma, a governança corporativa deve ser flexível e adaptativa, permitindo ajustes estruturais que maximizem o valor criado pelos conselheiros.

Outro ponto importante destacado no estudo foi a interação entre as características do conselho e os fatores organizacionais. Algumas configurações podem impulsionar o desempenho quando alinhadas a determinados contextos empresariais, enquanto em outros cenários, podem ser irrelevantes ou até prejudiciais. Essa abordagem evidencia que a estrutura do conselho não pode ser analisada de forma isolada, mas sim em conjunto com outras variáveis organizacionais e setoriais.

O Capítulo 4 explorou o papel do comitê financeiro na eficiência dos investimentos corporativos. A pesquisa demonstrou que a existência desse comitê tem um impacto significativo na estrutura de governança, especialmente no que se refere às decisões estratégicas relacionadas aos investimentos. A presença de um comitê financeiro especializado permite que as empresas aprimorem suas decisões de alocação de capital, garantindo que os investimentos sejam realizados de maneira mais criteriosa e alinhada aos objetivos estratégicos da organização. Dessa forma, a governança corporativa se fortalece ao contar com grupos especializados que assessoram a administração em áreas críticas, aumentando a qualidade das decisões e reduzindo riscos financeiros.

Embora alguns aspectos da governança corporativa possam não ser diretamente influenciados pela presença do comitê financeiro, os achados reforçam sua importância em cenários que exigem maior rigor na gestão de recursos. Além disso, a pesquisa sugere que a influência do comitê financeiro é mais acentuada em situações que demandam um suporte técnico mais robusto para a tomada de decisões financeiras.

Outro ponto relevante levantado foi a possibilidade de os reguladores considerarem a exigência de comitês financeiros em determinados setores. Indústrias caracterizadas por altos riscos financeiros podem se beneficiar significativamente da presença desses órgãos, uma vez que contribuem para a proteção dos investidores e acionistas. Dessa forma, a implementação de comitês financeiros pode ser um fator positivo não apenas para as empresas individualmente, mas para a estabilidade do mercado como um todo.

No contexto geral, a tese apresenta contribuições relevantes para a academia e para o mercado. Entre os principais insights destacam-se a necessidade de estímulo à cultura de avaliação dos conselhos de administração, independentemente de exigências legais. Empresas devem adotar práticas de avaliação contínua, garantindo um processo transparente, respeitoso e orientado à melhoria contínua.

Além disso, a importância de políticas de governança que considerem a heterogeneidade dos conselhos levam em conta que não há um modelo único de conselho ideal, em vez disso, cada organização deve estruturar seu conselho de forma personalizada, combinando múltiplos aspectos que impulsionem o desempenho. Noutro ponto, a relevância dos comitês financeiros na governança corporativa indica que empresas que contam com esse mecanismo demonstram

maior zelo na alocação de capital, o que pode ser um diferencial competitivo e uma sinalização positiva para o mercado. Reguladores devem considerar a possibilidade de exigir comitês financeiros em setores de maior risco.

A pesquisa enfrentou algumas limitações, principalmente relacionadas à disponibilidade de informações sobre empresas brasileiras e à nomenclatura genérica de certas características dos conselhos, como a definição de comitês financeiros. Para aprofundar o conhecimento sobre o tema, sugere-se que estudos futuros explorem outras dimensões da estrutura de governança, considerando diferentes setores e contextos empresariais.

Além disso, pesquisas futuras podem analisar como as interações entre governança corporativa e fatores externos, como regulação e crises financeiras, influenciam o desempenho das empresas. A utilização de metodologias comparativas entre diferentes mercados também pode contribuir para uma compreensão mais abrangente das melhores práticas em governança corporativa.

Esta tese reforça a centralidade da governança corporativa para o sucesso empresarial e destaca que sua eficácia depende da forma como os conselhos de administração são estruturados e avaliados. O aprimoramento contínuo desses órgãos é essencial para garantir que as empresas estejam preparadas para enfrentar desafios e maximizar seu potencial competitivo. Ao adotar práticas de governança bem fundamentadas, as organizações podem não apenas melhorar seu desempenho financeiro, mas também gerar valor para todas as partes interessadas e contribuir para um ambiente corporativo mais transparente e eficiente.