

Trabalho de Conclusão de Curso (2025)

INDICADORES EMPRESARIAIS E REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO: UM PANORAMA

Pedro Egidio Medeiros de Oliveira¹, Kléber Formiga Miranda²

Resumo: Esta pesquisa tem como objetivo investigar a relação entre a remuneração do conselho de administração das empresas listadas na B3 e seus indicadores de desempenho, como ROA e ROE, índice de liquidez, dívida/EBITDA, assim como os ciclos financeiros das empresas estudadas. O intuito é verificar se a remuneração e a quantidade de membros no conselho de administração impactam positivamente esses indicadores. O estudo considerou 84 empresas, os dados foram coletados do portal dados aberto CVM, referente ao formulário de referência do ano de 2023, e os índices recolhidos junto à plataforma Economatica. Os dados foram submetidos a análise através do modelo de estatística descritiva, além de organizar as empresas quanto à sua remuneração e quantidade de membros e posteriormente submetidos a testes de médias para verificar se as variações são estatisticamente significantes. O estudo demonstrou que a estrutura do conselho de administração, quando à remuneração e quantidade de membros, influencia as variáveis como ROE e o ciclo financeiro; porém, não foi possível encontrar diferenças significativas para o ROA, liquidez seca, dívida/EBITDA. O estudo contribui na área de finanças corporativas, avançando no entendimento de como a relação estrutural do conselho de administração, tem influência direta no desempenho das empresas consideradas no estudo.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Conselho de Administração. ROE. ROA. Ciclo Financeiro. Dívida/EBITDA.

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa é compreendida como um conjunto de instruções, orientações e práticas que dá suporte às decisões aos administradores das companhias para satisfazer as expectativas dos seus acionistas e outros grupos de interesse (stakeholders). Essas práticas junto com a regulação garantem que as partes envolvidas tenham seus direitos e interesses assegurados (Silva, 2016).

As companhias de capital aberto possuem conselho de administração que normalmente são formados por pessoas bem instruídas, com algum grau de especialização (Ihlenfeldt et al., 2020). O Conselho de administração, como órgão central do sistema de governança, assegura que os valores e princípios da companhia sejam preservados e buscam uma justa compensação para todas as partes interessadas, levando em conta os vínculos e riscos. A diretoria é responsável por implementar o plano estratégico estabelecido pelo conselho de administração e assegurar a conformidade com as diretrizes estabelecidas (IBGC, 2016).

A remuneração dos conselheiros da alta cúpula administrativa, segundo o Código Brasileiro de Governança Corporativa, deve ser ajustada de acordo com os objetivos

¹ Bacharelado em Ciências Contábeis

² Doutor em Ciências Contábeis

estratégicos a longo prazo, como também, as funções atribuídas, tempo demandado e sendo proporcional também aos riscos inerentes à profissão (IBGC, 2016).

Estudos atuais que abordam acerca da governança corporativa apresentam o tema em diferentes perspectivas, como a adoção de práticas recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e o impacto na remuneração executiva. Segundo Dutra (2020), em seu estudo referente a remuneração variável dos administradores das maiores empresas por valor de mercado em 2014, que compuseram o ranking da revista exame do ano 2015, constatou-se que, nas empresas de maior valor de mercado, apresentam na composição dos conselhos um maior número de administradores, além de identificar uma correlação inversamente proporcional entre o valor de mercado das empresas e o tipo de remuneração oferecidos para os conselheiros e diretores (Dutra, 2020).

Em uma pesquisa distinta, que investigou relações entre o tamanho das empresas e a remuneração dos executivos, ponderando a adoção de práticas de governança corporativas não concluiu relações positivas entre as três variáveis estudadas, entretanto identificou que companhias que aderiram às recomendações de governança corporativa apresentaram menor remuneração em comparação com as tradicionais. Como o estudo é limitado ao índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA o autor sugere a ampliação da amostra e adicionar novas variáveis (Bennini et al., 2017).

A problemática geral da pesquisa está na necessidade de esclarecer se a adoção de uma remuneração elevada para o conselho de administração, é justificada através de indicadores financeiros e de desempenho. É importante entender se um aumento na remuneração dos altos cargos de governança resulta em um resultado positivo nos indicadores analisados. O objetivo desta pesquisa é investigar a relação entre a remuneração do conselho de administração e Indicadores de desempenho das empresas de capital aberto, como ROA, ROE, liquidez seca, ciclo financeiro e dívida/EBITDA para descobrir se remunerar bem esses conselheiros influencia positivamente os indicadores de desempenhos estudados, levando em consideração também a quantidade de membros.

As contribuições teóricas e práticas apresentadas neste estudo, destacam-se por avançar o conhecimento existente na área de governança corporativa, ampliando a compreensão sobre como os mecanismos de governança influenciam a relação entre a remuneração do conselho de administração e desempenho corporativo. Este estudo complementa o trabalho de Iglesias et al. (2021), que investigou o impacto das características de governança corporativa na remuneração dos executivos e o desempenho empresarial, com foco no valor de mercado e no ROE. Além disso o estudo serve para uma melhor compreensão da formação do conselho de administração, ajudando os usuários da informação a entender como a remuneração dos conselheiros está associada ao desempenho da empresa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 CONTEXTO HISTÓRICO E TEORIA DA AGÊNCIA

No contexto histórico, após uma série de processos como a revolução industrial, que impulsionou o desenvolvimento da indústria e ampliou as oportunidades de investimento, a crise de 1929 e o desenvolvimento da administração como ciência também foram eventos determinantes para a evolução do capitalismo e impulsionaram o crescimento no mundo corporativo (Rossetti et al., 2014).

Nesse cenário, por volta da década de 50, é que se começa a falar de governança corporativa por outros nomes. Época marcada por acionistas familiares majoritários e conselheiros que não atuavam de forma efetiva, porém somente por volta de 1990, passa a ter maior reconhecimento principalmente após os estudos de Jensen e Meckling que abordaram os conflitos de interesses denominando teoria da agência. (Silva, 2016).

No Brasil, assim como globalmente, experimentaram processos que fomentaram o desenvolvimento da governança corporativa nas últimas décadas, Abertura da economia brasileira, o aumento de investidores estrangeiros no país e o processo da privatização de

empresas estatais, eventos que demandam uma maior robustez nos processos de governança corporativa, surgiram iniciativas como Nova Lei das S/A, criação do novo mercado da bolsa de valores como também recomendações por parte da CVM - Comissão de Valores Mobiliários (Silva, 2014).

Consequentemente, surgiram no país conselheiros independentes em resposta a esse crescimento com a finalidade de atender a demanda crescente para se tornar mais cativante ao cenário econômico. Em 1999, devido à exigência do mercado as boas práticas de governança, foi lançado pelo IBGC o primeiro código sobre a governança corporativa que trouxe consigo informações sobre o conselho de administração e sua conduta e em versões lançadas posteriormente foram detalhados os princípios básicos da boa governança. (Silva, 2016).

A teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) oferece uma perspectiva valiosa para compreender o comportamento humano em ambientes empresariais principalmente quanto aos conflitos de interesses. Os autores relatam que as entidades se relacionam por meios de contrato entre a figura do principal (investidor ou proprietário) e o agente (gestor ou executivo) para manter um bom funcionamento empresarial e confluência de interesses. Porém, essas relações são permeadas por interesses conflitantes principalmente em altos cargos administrativos, onde os gestores têm uma certa independência. Eles descrevem que ambos os envolvidos irão tomar suas decisões com base em vantagens e interesses pessoais, dessa forma, o agente nem sempre irá maximizar suas decisões na opção mais conveniente para o principal (Meckling et al., 1976).

A divisão entre a propriedade e o controle da companhia deu origem a divergência de interesses entre as partes, o que resulta no problema da agência, isso reflete a dificuldade que os investidores têm em assegurar que os seus recursos não sejam aplicados em investidas pouco promissoras e sem potencial de retorno. No Brasil, o problema da agência é caracterizado por refletir a estrutura de propriedade das empresas. Ao contrário dos Estados Unidos e Reino Unido, onde a distribuição de propriedade das empresas em sua maioria são amplamente divididas entre acionistas minoritários e administradores, No Brasil as organizações possuem uma estrutura de propriedade concentrada em poucos acionistas que controlam uma parte significativa das ações. Esse cenário aumenta o potencial de conflitos de interesses entre as partes, pois os executivos podem ter a capacidade de direcionar recursos e tomar decisões que atendam a seus interesses específicos. (Silva 2016).

As interações entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas têm sido um tema amplamente debatido nas esferas acadêmicas por pesquisadores de disciplinas como economia, contabilidade e finanças (Canarella et al., 2008). Um sistema de remuneração estratégica deve ser desenvolvido com base em princípios básicos como melhoria do desempenho, valor e recompensa, reconhecimento, estabelecimentos de metas, entre outros. O autor enfatiza a adoção de um sistema estratégico de remuneração como uma opção a empresas que desejam se manter competitivas nos cenários atuais de conhecimento empresarial carregado, além de abordar que um sistema eficiente deve conter diversas formas de remuneração de forma equilibrada (Picarelli et al., 1996).

Os conselheiros administrativos devem ter uma remuneração constituída de forma balanceada que possibilite a adequação as condições de mercado e outras variáveis como valor gerado a organização e os riscos atribuídos as atividades. Com o objetivo de proporcionar melhor alinhamento de objetivos e evitar conflitos de interesses organizacionais. Dessa forma, as práticas de boa governança sugerem que as organizações devem assegurar um processo transparente e formal para a aprovação da remuneração dos conselheiros pela assembleia geral. A remuneração da diretoria, assim como o do conselho de administração, deve ser formulada com o principal objetivo de prover o alinhamento de interesses dos executivos com os da companhia. Para a remuneração da diretoria, igualmente ao conselho de administração devem ser formuladas com o principal objetivo de proporcionar o alinhamento de seus interesses com os da companhia. Segundo as práticas de remuneração da diretoria devem ser atreladas com metas de curto e longo prazos e levar em consideração os riscos de cada cargo. (IBGC, 2015).

Para os conselheiros fiscais, a sua remuneração deve estar apropriada a sua qualificação e experiência profissional, o tempo de trabalho para realização de sua atividade e a complexidade do trabalho. E conforme o código das melhores práticas de governança corporativa, os conselheiros fiscais não devem ter remuneração variável, devem ser reembolsados quando houver quaisquer despesas para realizar sua função, quanto a divulgação deve ser feita de forma individual ou em bloco para que fique separada dos administradores (IBGC, 2015).

2.2 ESTUDOS ANTERIORES E HIPÓTESE DE PESQUISA

Orientado pela finalidade de investigar as interações entre duas variáveis principais, as características de governança corporativa e tamanho das empresas e como podem impactar na remuneração dos executivos, o estudo de Benini et al. (2017), estudou as interações nas empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA, atual B3. Os autores utilizaram uma metodologia descritiva quantitativa e documental em sua pesquisa utilizando dados coletados dos relatórios de referência publicados referentes ao período de 2013 a 2015. O estudo identificou uma relação inversamente proporcional entre os critérios analisados indicando que empresas com menor adesão de práticas de governança inclinam a adotar políticas de remuneração mais altas aos seus executivos.

Os resultados obtidos mostram relevante a literatura nacional, mais especificamente a contribuição referente a influência do conselho fiscal devido à falta de literatura, apesar dos resultados do estudo terem se mostrado relevantes ao cenário atual, foram destacadas algumas lacunas a servir de pesquisas futuras como a inclusão de novas variáveis a fim de compreender melhor o impacto da governança corporativa na remuneração pagas aos seus executivos e amplificar a amostra analisada com a finalidade de comprovar os resultados obtidos para empresas da B3 em sua totalidade (Benini et al., 2017).

Em outra pesquisa desenvolvida por Iglesias et al. (2021) investigou se as características de governança corporativa influenciam a sensibilidade da remuneração em relação ao desempenho financeiro das companhias. O estudo considerou as empresas que integram o Índice Brasil 100 no período de 2014 a 2018. A metodologia de pesquisa adotada envolveu modelos de regressão com dados em painel, examinando variáveis como a dualidade do CEO, composição do conselho, concentração acionária e acordo de acionistas. Os resultados encontrados sugerem que a dualidade do CEO influenciou positivamente a remuneração dos executivos, enquanto a concentração acionária reduziu a sensibilidade e destacou também que uma maior participação de conselheiros independentes tende a diminuir as variações salariais dos executivos.

Em outro estudo guiado pelo objetivo principal de analisar os tipos de remuneração variável, tanto de curto como de longo prazo, pago aos administradores das maiores empresas negociadas em bolsa de valores, listada em ranking da revista Exame do ano de 2015 por valor de mercado. Através de variáveis como a presença de administradores no conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal, setor de atuação e controle acionário, a pesquisa busca identificar o perfil dessas companhias contempladas pela amostra estudada. Os pesquisadores conduziram o estudo de forma descritiva, qualitativa, utilizando a análise documental e os dados investigados foram coletados com base nos formulários de referência divulgados pelas empresas do ano de 2014 (Dutra, 2020).

A pesquisa demonstrou que organizações com um porte maior tendem a adotar remunerações variável com base em ações, por outro lado, empresas menores inclinam-se a adoção de remuneração por bônus anuais e participação nos lucros e destacou ainda que metade da amostra adota algum tipo de remuneração variável. Além disso, a pesquisa enfatiza a importância de explorar outros fatores que podem impactar diretamente na remuneração dos administradores, como indicadores de desempenho e endividamento, utilizando uma abordagem quantitativa (Dutra, 2020).

A literatura sobre governança corporativa aponta que os conselheiros e diretores devem ser remunerados de forma adequada, considerando vários fatores como as condições de

mercado e os riscos inerentes das atividades desempenhadas. Dessa forma, a remuneração dos conselheiros colabora para o alinhamento dos objetivos organizacionais, evitando também conflitos de interesses (IBGC, 2015). Conforme a teoria da agência apresentada por Jensen e Meckling (1976), onde o ambiente organizacional apresenta interesses conflitantes por parte do agente e o principal. Tendo por base a problemática da pesquisa foi elaborada uma hipótese de pesquisa, a qual abrange as variáveis a serem consideradas no estudo.

H1: A remuneração elevada do conselho de administração apresenta maior desempenho refletido em indicadores analisados como o ROA, ROE, Ciclo financeiro, liquidez seca e dívida/EBITDA.

Uma remuneração mais elevada ajuda a garantir a permanência de profissional de excelência. Além disso, uma política de remuneração estruturada para recompensar o alto desempenho estimula os gestores a focarem em indicadores de performance, gerando melhorias para a organização e justificando o investimento em uma remuneração alta.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este trabalho buscou investigar a interação entre a remuneração total do conselho de administração, das empresas listadas na bolsa e seus indicadores de desempenho, como rentabilidade, liquidez, dívida/ EBITDA além de analisar o ciclo financeiro. A pesquisa visa verificar se a remuneração desses conselheiros impacta positivamente os indicadores de desempenho analisados. A classificação da pesquisa é quantitativa, visto que para alcançar os objetivos propostos serão utilizados dados numéricos e a aplicação de métodos e técnicas estatísticas (Martins et al., 2016). Segundo Sampieri et al. (2013), a abordagem quantitativa envolve a coleta de dados para testar hipóteses por meio de análises estatísticas, visando reconhecer padrões e confirmar teorias.

Quanto aos objetivos, a presente pesquisa se caracteriza como descritiva. Segundo Gil (2022), o objetivo da pesquisa descritiva é descrever as características de determinada população ou fenômeno estudado, podendo ser formuladas para identificar relações entre variáveis relacionadas. Quanto aos procedimentos para obtenção de dados, a pesquisa foi conduzida na forma de pesquisa documental, visto que o principal material de coleta serão os formulários de referência divulgados pelas empresas. A pesquisa documental tem sua característica em usar documentos como fonte de dados e informações de referência podendo ser textuais ou não. (Martins et al., 2016).

Os dados referentes a remuneração serão obtidos no formulário de referência das companhias através do portal de dados aberto da CVM e os indicadores utilizados serão extraídos da plataforma Economática®. A população consistiu em todas as companhias listadas na B3. Para formação da amostra populacional, foram excluídas as empresas que não divulgaram informações sobre a remuneração dos conselheiros administrativos nos formulários de referência de 2023, que corresponderá ao período analisado. Ao final, a amostra inicial de 790 empresas totalizará 84 empresas.

O período de estudo em questão é justificado por ter maior quantidade de informações divulgadas atualmente, permitindo uma análise mais robusta devido à maior quantidade de dados disponíveis. Além disso, o período analisado foi precedido por diversas transformações financeiras, como a recessão de 2008 que causou no Brasil uma desestabilização econômica devido à desvalorização do real (Lima, 2013), e a crise gerada pela pandemia da COVID-19, que influenciou negativamente a remuneração dos executivos das companhias de capital aberto (Silva et al. 2022). Esses acontecimentos criaram um cenário valioso para entender as variáveis estudadas em diferentes perspectivas históricas.

As companhias foram divididas em quartis, para facilitar a evidenciação das variações entre grupos e distribuídas em uma matriz 4x3 para melhor análise entre grupos conforme a tabela 2, levando em consideração a sua remuneração e a quantidade de membros que compõem o conselho de administração das empresas estudadas. Em seguida, utilizando o modelo de estatística descritiva, será calculada a média das variáveis analisadas de cada grupo e o seu desvio padrão. Os dados serão submetidos a um teste de médias para verificar se os

resultados obtidos apresentam médias estatisticamente diferentes. Será empregado o teste T de Student, considerando ser uma ferramenta estatística adequada. Segundo Virgillito (2017), essa técnica é uma das principais ferramentas estatísticas para estudar as médias de amostras em relação à população, quando pelo menos um dos grupos não apresentar distribuição normal, será utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW).

Com a finalidade de analisar a rentabilidade, foram utilizados dois indicadores. O retorno sobre o ativo (ROA), representa o retorno dos investimentos aplicados em seus ativos para indicar a rentabilidade da empresa. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) avalia o retorno sobre o capital investido pelos acionistas (Neto, 2019). Outra variável considerada no estudo foi a liquidez seca, que informa quanto a empresa tem de disponibilidades, recebíveis, aplicações financeiras de curto prazo, para cobrir o seu passivo circulante (Silva, 2018). Além de analisar o ciclo financeiro para verificar a variação em dias, que reflete as necessidades de recursos, desde o momento do pagamento os fornecedores até o momento que as empresas recebem pelas vendas realizadas (Neto, 2020), e o indicador dívida/EBITDA para verificar o endividamento em relação a capacidade de geração de caixa operacional. A tabela 01 apresenta os indicadores e suas respectivas equações.

Tabela 1- Indicadores analisados.

Indicadores	Equações	Interpretação	Legenda
ROA	$= \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total médio}} \times 100$	Mede a eficiência da empresa em gerar lucro com seus ativos.	Lucro Líquido: Resultado final da empresa após impostos e despesas. Ativo Total Médio: Média dos ativos da empresa ao longo do período.
ROE	$= \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido médio}}$	Mede a rentabilidade do capital dos acionistas.	Patrimônio Líquido Médio: Capital líquido da empresa.
Liquidez Seca	$= \frac{\text{DISP} + \text{AF} + \text{DRL}}{\text{PC}}$	Mede a capacidade da empresa cumprir suas obrigações financeira de curto prazo	DISP: Disponibilidades AF: Aplicações Financeiras. DRL: Duplicatas a Receber. PC: Passivo Circulante
Dívida/EBITDA	$= \frac{\text{Dívida}}{\text{EBITDA}}$	Estima o tempo necessário para a empresa pagar todas as suas dívidas usando o EBITDA.	Dívida: Total de dívidas EBITDA: Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização.
Ciclo Financeiro	$= (\text{PMRE} + \text{PMF} + \text{PMC}) - \text{PMPF}$	Avalia a duração necessária para que os estoques e contas a receber sejam convertidos em caixa.	PMRE: Prazo Médio de Recebimento. PMF: Prazo Médio de Fornecedores. PMC: Prazo Médio de Compra. PMPF: Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores.

Fonte: Elaborado pelo Autor

A tabela 2 a seguir, apresenta a distribuição das empresas por faixa de remuneração e o número de membros presentes no conselho de administração.

Tabela 2-Distribuição das Empresas por Faixa de Remuneração e Quantidade de Membros

	Remuneração Baixa (R1)	Remuneração Média (R2)	Remuneração Alta (R3)
Quantidade de Membros			
Baixo (1)	18	6	3
Moderado (2)	3	9	8
Alto (3)	4	7	8
Muito Alto (4)	3	6	9

Fonte: Elaborado pelo Autor

A tabela 2 detalha a distribuição das empresas negociadas em bolsa, com base em duas variáveis, a remuneração total dos membros da administração e a quantidade de membros presente no conselho. Com base nesses dados, foi possível estruturar uma matriz que reflete a política salarial das empresas em baixa média e alta remuneração. Além disso, a distribuição por quantidade de membros permite a análise de como a quantidade de membros influencia a estrutura de remuneração adotada.

Visualizando os grupos, é possível notar que, das 84 empresas analisadas, aproximadamente 21,43% estão concentradas no grupo com poucos membros e baixa remuneração. Sugerindo que estruturas menores tendem a oferecer menores remunerações, em contrapartida, os grupos de remuneração média e alta apresentam uma distribuição mais uniforme.

4 RESULTADOS

Nesta etapa do estudo, serão apresentadas a análise estatística descritiva e o teste de médias aplicados aos grupos selecionados.

Tabela 3- Estatísticas Descritivas

Estatística	Média	Desvio	Mínimo	Q1	Mediana	Q3	Máximo
Número de Membros	7.9	3.1	3	6	7	9	23
Número de Membros Remunerados	6.0	3.5	0	3	6	8	18
Total da Remuneração	34.40B	45.42B	0.40M	10.87M	19.55M	39.63M	269.34B
Liquidez Seca	1.42	0.91	0.32	0.95	1.26	1.54	6.00
Ciclo Financeiro	59dd	271dd	-1,711dd	-9.5dd	18.7dd	66.5dd	786.30dd
ROA	3.27%	8.62%	-52.67%	-0.26%	3.66%	8.03%	16.03%
ROE	7.65%	39.55%	-265.68%	-0.74%	10.83%	20.73%	113.27%
Dívida / EBITDA	1.57	14.51	-118.89	1.02	2.81	4.13	38.61

Nota: B refere-se a valores em Bilhões; M refere-se a valores em Milhões.

Fonte: Elaborado pelo Autor

Conforme apresentado na tabela 3, são fornecidas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo. Os dados incluem informações sobre a média, desvio padrão, valores mínimo e máximo, bem como os quartis (Q1 e Q3) de variáveis como número de membros, remuneração total, liquidez seca, ciclo financeiro ROA ROE dívida/EBITDA.

Examinando a primeira variável, que corresponde ao número de membros que fazem parte do conselho de administração das empresas que compõem a amostra, com uma média de 7.9, aponta que o conselho de administração das empresas tem 8 integrantes em média, o desvio padrão de 3,1 aponta uma variação significativa que corresponde proximamente 39,53%

da média, essa variação pode ser devida a diversos fatores, como a complexidade certos setores, podem exigir um número maior de membros para lidar decisões difíceis e de maneira estratégica.

O número de membros remunerados, representam a quantidade de membros no conselho de administração que recebem remuneração. De acordo com a tabela 3, observa-se que nem todos os conselheiros são remunerados. Cerca de 23,15% dos integrantes do conselho não são remunerados.

O valor médio da remuneração dos membros do conselho de administração é de 34.4B, enquanto o desvio padrão é 45,4 bilhões. Isso indica uma ampla variação na remuneração dos conselheiros, indicando que algumas empresas têm valores significativamente superiores, o que eleva o desvio padrão consideravelmente, isso se torna mais claro ao comparar o terceiro quartil, de 39.63 milhões, com o valor máximo chegando a 269,3 bilhões.

A variável liquidez seca, mede a capacidade das empresas da amostra de pagar suas obrigações de curto prazo. Em média, as empresas obtiveram um índice de 1,42, o que indica que elas possuem mais recursos em disponibilidades, aplicações financeiras de curto prazo e duplicatas a receber do que o necessário para atender o passivo circulante (Silva, 2018). Apesar do desvio padrão atingir o valor de 0,91, indicando uma variação entre as empresas, a distribuição entre o primeiro e o terceiro quartil indica que a grande maioria das companhias da amostra possui uma boa capacidade de cobrir suas obrigações de curto prazo.

O ciclo financeiro médio ficou em torno de 59 dias, indicando que, em média, as empresas levam 59 dias para transformar seus investimentos em disponibilidades. O valor do desvio padrão 271 dias, mostra uma grande variação entre as empresas estudadas, com ciclos financeiros mais longos distribuídas entre o terceiro quartil e o valor máximo. a distribuição entre o valor mínimo e o primeiro quartil tem um valor negativo isso deve-se ao fato que algumas empresas recebem dos seus clientes antes mesmo de pagar suas obrigações aos fornecedores.

Em relação às variáveis que corresponde à rentabilidade da amostra, o ROA ficou em torno de 3,2% referente ao retorno sobre os seus ativos. O desvio padrão de 8.6 que reflete uma variação considerável na amostragem. A distribuição entre o valor mínimo e o primeiro quartil com valor negativo mostra que algumas empresas têm retornos negativos sobre os seus ativos. No entanto, a maioria apresenta valores positivos, revelando que a grande parte da amostra gera lucros com seus ativos evidenciado na distribuição entre a mediana e o valor máximo.

O ROE médio das empresas analisadas apresenta um valor de 7.64%, mostrando que uma grande parte das empresas apresenta uma rentabilidade positiva. Em relação ao desvio padrão, 39.54%, isso é típico de variações muito altas dos dados nas amostras. O primeiro quartil mostra que algumas empresas não estão sendo rentáveis não conseguindo gerar valor para os acionistas ainda que a maioria delas consiga.

Analisando a dívida/EBITDA, indicador que mostra o nível de endividamento em relação a capacidade geração de caixa operacional é possível verificar que a amostra possui um nível de endividamento médio de 1.5 vezes maior que o seu EBITDA de modo geral uma média de endividamento saudável, empresas que estão distribuídas no terceiro quartil e o valor máximo apresentam um elevado valor de extremamente alto podendo apresentar risco de falência apesar de que 75% da amostra tem o valor abaixo de 4.1 vezes que o seu EBITDA.

Nas tabelas 4 a 8, são apresentados os testes de médias das variáveis analisadas, comparando os grupos conforme a remuneração e a quantidade de membros no conselho. O grupo 1 contém as empresas com poucos membros em seu conselho, e o grupo 2 abrange empresas que têm muitos membros. Dessa forma, foi feita a comparação direta entre os quatros subgrupos: poucos membros e baixa remuneração comparado diretamente com muitos membros e alta remuneração e subgrupo de poucos membros e alta remuneração com o de muitos membros e alta remuneração. Para possibilitar a comparação dos últimos subgrupos, foi necessária a reclassificação das empresas em uma matriz 2x2, pois conforme a tabela 2 havia, poucas empresas em alguns grupos, o que dificultava a realização dos testes de média.

Tabela 4 – Teste de média de ROE

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
Rem.	Membros	Média	Rem.	Membros	Média	Diferença	Teste	Resultado
Baixa	Poucos	15,286	Alta	Muitos	12,351	2,935	MW	Medianas iguais
Alta	Poucos	6,247	Baixa	Muitos	11,393	5,145	MW	Medianas diferentes

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW).

A tabela 4, foi feito o teste de médias do ROE, dos quatros subgrupos analisados, o subgrupo que recebe baixa remuneração e tem poucos membros teve uma média de 15,286, enquanto o subgrupo que recebe alta remuneração e contém muito membros teve uma média de 12,351. Apesar do valor médio do ROE ser diferente não foi possível comprovar que essas médias são de fato diferentes. Analisando os subgrupos restantes, o de alta remuneração e com poucos membros teve uma média de 6,247 enquanto o de remuneração baixa e muitos membros teve uma média de 11,393. Dessa forma, o grupo com baixa remuneração e muitos membros tiveram um melhor desempenho referente ao ROE comparado a empresas com alta remuneração e poucos membros. O resultado obtido está de acordo com o estudo de Iglesias et al. (2021), que não demonstrou significância estática quanto a sensibilidade da remuneração dos executivos ao ROE, sugerindo que a remuneração elevada dos executivos não apresenta relação positiva com esse indicador.

Tabela 5 – Teste de média de ROA

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
Rem.	Membros	Média	Rem.	Membros	Média	Diferença	Teste	Resultado
Baixa	Poucos	5,599	Alta	Muitos	3,832	1,766	Test t	Médias iguais
Alta	Poucos	2,658	Baixa	Muitos	4,226	1,569	MW	Medianas iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW).

Na tabela 5, por sua vez, foi realizado o teste de médias do ROA para os subgrupos analisados. É possível notar que, apesar das médias apresentarem valores diferentes em ambos os casos, não foi possível constatar diferenças significativas entre essas médias. Embora os valores ainda mostrem resultados superiores favorecendo os grupos que contém maior quantidade de membros a estrutura do conselho não parece influenciar no valor do indicador.

Tabela 6 – Teste de média de Liquidez Seca

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
Rem.	Membros	Média	Rem.	Membros	Média	Diferença	Teste	Resultado
Baixa	Poucos	1,546	Alta	Muitos	1,133	0,413	MW	Medianas iguais
Alta	Poucos	1,477	Baixa	Muitos	1,591	0,114	MW	Medianas iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW).

Na tabela 6, ao realizar o teste de médias, não foi constatado significância nos valores obtidos. A diferença entre médias dos grupos analisados foi relativamente pequena, o que sugere que a estrutura do conselho, referente à remuneração e quantidade de membros não parece impactar diretamente a liquidez seca das empresas que compõe a amostra.

Tabela 7– Teste de média do Ciclo financeiro

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
Rem.	Membros	Média	Rem.	Membros	Média	Diferença	Teste	Resultado
Baixa	Poucos	119,73	Alta	Muitos	-192,38	312,117	MW	Medianas diferentes
Alta	Poucos	169,36	Baixa	Muitos	24,544	-144,822	MW	Medianas diferentes

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW).

Como demonstrado na tabela 7, o ciclo financeiro varia significativamente entre os grupos estudados. O subgrupo com baixa remuneração e poucos membros teve um ciclo financeiro médio de 119,765, enquanto o subgrupo que recebe alta remuneração e com muitos membros apresentou um ciclo financeiro negativo de -192,735. A diferença entre eles foi de 312,117. Esses resultados sugerem que conselheiros com baixa remuneração e poucos membros podem ter um ciclo financeiro mais longo, diferentemente das empresas que possuem mais conselheiros e remuneram melhor os seus membros. O resultado dos testes de médias pode comprovar que as médias são, de fato, estaticamente deferentes, sugerindo que a estrutura do conselho impacta de forma significativa o ciclo financeiro.

Tabela 8 – Teste de média da Dívida EBITDA

Grupo 1			Grupo 2			Diferença de Médias / Medianas		
Rem.	Membros	Média	Rem.	Membros	Média	Diferença	Teste	Resultado
Baixa	Poucos	2,246	Alta	Muitos	2,900	-0,654	Teste t	Médias iguais
Alta	Poucos	-3,44	Baixa	Muitos	3,220	6,661	MW	Medianas iguais

Nota: Quando pelo menos um dos grupos não apresentou distribuição normal, foi utilizado o teste de medianas de Mann-Whitney (MW).

O teste de médias realizado na comparação da Dívida/EBITDA para analisar os quatro subgrupos estudados concluiu que as diferenças das médias são estatisticamente iguais. Isso transmite ideia de que a estrutura do conselho, no que diz respeito à remuneração e à quantidade de membros, não são determinantes para o nível de endividamentos das empresas estudadas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou encontrar associações entre as variáveis como a remuneração e quantidade de membros no conselho de administração e os indicadores de desempenho com ROE ROA, dívida/Ebitda, ciclo financeiro e liquidez seca. A pesquisa contribui para a discussão na área de finanças corporativas oferecendo uma perspectiva da estrutura desse conselho no que diz respeito à remuneração e quantidade de membros, influencia diretamente no desempenho dessas companhias. Os resultados apresentados contribuem para o discurso de que, embora a estruturação do conselho influencie diretamente o ciclo financeiro e ROE não foi possível perceber o mesmo efeito sobre os indicadores liquidez seca, roa e dívida/EBITDA.

Esta pesquisa apresenta uma série de contribuições, tanto do ponto de vista teórico quanto prático, inicialmente o trabalho avança no entendimento entre a relação estrutural do conselho no que diz respeito a quantidade de membros e a sua remuneração, ampliando assim a literatura sobre governança corporativa além de considerar a alavancagem, o ciclo financeiro e a capacidade de geração de caixa, oferece uma perspectiva sobre a importância da estrutura de governança na eficiência das organizações. Quanto às contribuições práticas, o estudo

serve como uma compreensão quanto a formação desse conselho, uma vez que os resultados sugerem que empresas com mais membros e bem remunerados podem ter ciclos financeiros mais curtos. Os resultados deste estudo podem ser úteis para analistas financeiros e investidores, auxiliando na avaliação da eficácia e da transparência das práticas de governança corporativa. Além disso, são relevantes para pesquisadores e acadêmicos, ao oferecer novas perspectivas, principalmente relacionadas à remuneração e à quantidade de membros no conselho de administração de empresas de capital aberto, abrindo caminhos para estudos futuros.

O estudo apresenta algumas limitações, inicialmente, as empresas analisadas não foram distribuídas de acordo com os setores de atuação, podendo assim os resultados variar de acordo com alguns setores específicos. Além de considerar somente o ano de 2023, por ter maior quantidade de dados em um período recente, assim não foi possível realizar uma análise temporal, ou seja, não observa mudanças em anos anteriores. Para análise foi usada a remuneração total, ou seja, não leva em consideração bônus e participação acionária por exemplo. Esses aspectos podem influenciar a interação entre a remuneração e indicadores de desempenho das empresas, restringindo a percepção de tendências históricas e impactando diretamente o ciclo financeiro e o ROE. Análises futuras que incorporem esses aspectos podem oferecer um entendimento mais abrangente dessa interação, aprofundando os resultados obtidos.

Como objetivo principal da pesquisa investigar a interação entre a remuneração do conselho de administração, das empresas listadas na bolsa e seus indicadores de desempenho, para isso foram agrupadas as empresas conforme a tabela 2, e a partir disso foram usados modelos estatísticos de teste de médias para verificar como a estrutura de governança influencia nas variáveis estudadas, e, portanto, não foi possível encontrar diferenças significativas para liquidez seca, ROA e dívida/EBITDA.

Por outro lado, ao analisar as variáveis como ROE e o ciclo financeiro, que obtiveram uma média estatística diferente para os subgrupos de baixa remuneração e com uma alta quantidade de membros, teve um melhor desempenho referente ao ROE. Isso indica que empresas que têm uma maior quantidade de membros no seu conselho de administração tem uma melhor eficiência em gerir seus recursos, assim desempenhado uma melhor solidez financeira. Referente ao ciclo financeiro, o grupo de conselho de administração maior e melhor remunerado teve ciclos financeiros mais curtos, o que aponta para uma melhor otimização das operações e uma gestão financeira mais eficaz.

REFERÊNCIAS

BENINI, Dionara R. et al. Governança corporativa e remuneração dos executivos: Um estudo das empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA. **Revista Espacios**, v. 38, n. 34, p. 27-32, 2017.

CANARELLA, Giorgio; NOURAYI, Mahmoud M. Executive compensation and firm performance: adjustment dynamics, non-linearity and asymmetry. **Managerial and Decision Economics**, v. 29, n. 4, p. 293-315, 2008.

CÓDIGO, DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA. CORPORATIVA. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**, v. 5, 2015.

DEMETRIUS, Alexandre P. **Auditoria das demonstrações contábeis**. 2nd ed. Rio de Janeiro: Saraiva Uni, 2018. E-book. p.329. ISBN 9788547233174. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788547233174/>. Acesso em: 22 out. 2024.

GIL, Antonio C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 7th ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022. E-book. p.40. ISBN 9786559771653. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559771653/>. Acesso em: 22 out. 2024.

IGLESIAS, THAYLA MG et al. Reflexos da Governança Corporativa sobre a Pay-Performance Sensitivity: uma nova perspectiva. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 23, p. eRAMF220088, 2021.

IHLENFFELDT, Edson Luiz; COLAUTO, Romualdo Douglas. Qualidade do conselho de administração em companhias brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 39, n. 3, p. 37-53, 2020.

INTERAGENTES, G. T. Código brasileiro de governança corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa–IBGC**, 2016.

LIANG, Yimeng; MORONEY, Robyn; RANKIN, Michaela. Say-on-pay judgements: the two-strikes rule and the pay-performance link. **Accounting & Finance**, v. 60, p. 943-970, 2020.

LIMA, Thaís Damasceno; DEUS, Larissa Naves. A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira. **Revista Cadernos de Economia**, v. 17, n. 32, p. 52-65, 2013.

MARTINS, Gilberto de A.; THEÓPHILO, Carlos R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas, 3ª edição**. Rio de Janeiro: Atlas, 2016. E-book. p.53. ISBN 9788597009088. Disponível em: . Acesso em: 15 out. 2024.

MECKLING, William H.; JENSEN, Michael C. Theory of the Firm. **Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, 1976.

NETO, Alexandre A. **Curso de Administração Financeira**. 4th ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2019. E-book. p.258. ISBN 9788597022452. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788597022452/>. Acesso em: 22 out. 2024.

NETO, Alexandre A. **Finanças Corporativas e Valor**. 8. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2020. E-book. p.399. ISBN 9788597026184. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788597026184/>. Acesso em: 13 mar. 2025.

PICARELLI FILHO, Vicente; WOOD JR, Thomaz. Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva. **São Paulo: Atlas**, 1996.

ROSSETTI, José P.; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências, 7ª edição**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2014. E-book. ISBN 9788522493067. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522493067/>. Acesso em: 23 set. 2024.

SAMPIERI, Roberto H.; COLLADO, Carlos F.; LUCIO, María D. P B. **Metodologia de pesquisa**. 5th ed. Porto Alegre: Penso, 2013. E-book. p.30. ISBN 9788565848367. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788565848367/>. Acesso em: 22 out. 2024.

SEVERIANO DUTRA, ROGÉRIO. POLÍTICA DE REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES DAS MAIORES EMPRESAS LISTADAS NA BMF & BOVESPA. **Brazilian Business Law Journal/Administração de Empresas em Revista**, v. 2, n. 20, 2020.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa E Sucesso Empresarial - Melhores Práticas Para Aumentar o Valor da Firma - 2º Edição**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2014. E-book. ISBN 9788502220492. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502220492/>. Acesso em: 24 set. 2024.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas Empresas**, 4ª edição. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2016. E-book. ISBN 9788597008920. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597008920/>. Acesso em: 28 ago. 2024.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas – 13ª edição revista e ampliada**. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2018. E-book. p.250. ISBN 9788522125784. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788522125784/>. Acesso em: 22 out. 2024.

SILVA, Kimberly da. **Remuneração dos executivos e desempenho financeiro: o impacto da COVID-19 nas empresas brasileiras listadas na B3**. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

VIRGILLITO, Salvatore B. **Estatística Aplicada**. Rio de Janeiro: Saraiva Uni, 2017. E-book. p.210. ISBN 9788547214753. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788547214753/>. Acesso em: 22 out. 2024.