

Conselho de Administração, Concentração de Mercado e Desempenho Empresarial

JAIRO TAUFICK

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

CLAUDIO ANTONIO PINHEIRO MACHADO FILHO

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

EDUARDO KAZUO KAYO

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

Conselho de Administração, Concentração de Mercado e Desempenho Empresarial

Resumo

Este estudo investiga a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro das empresas de capital aberto no Brasil, considerando a competição de mercado como fator moderador. Para isso, emprega-se o Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) como medida de concentração setorial e sua interação com as características do conselho de administração, incluindo independência dos conselheiros, diversidade de gênero, tamanho do conselho, remuneração variável dos conselheiros e dualidade do CEO. A pesquisa abrange o período de 2013 a 2022 e adota modelos econométricos robustos, incluindo Generalized Method of Moments (GMM), para mitigar problemas de endogeneidade. Os principais achados indicam que as características do conselho nem sempre impactam positivamente o desempenho financeiro e o HHI modera significativamente a relação entre governança e desempenho, alterando a intensidade e o sentido dessa interação conforme o grau de competição setorial. Estes resultados indicam que a competição atua primordialmente como um mecanismo disciplinador, sendo mais efetiva em mitigar efeitos adversos do que em potencializar benefícios das práticas de governança. Este achado é particularmente relevante para a compreensão do papel da estrutura de mercado na eficácia dos mecanismos de governança corporativa.

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro apresenta uma estrutura peculiar de governança, marcada pela dissociação entre controle e propriedade, evidenciada pela ampla emissão de ações preferenciais sem direito a voto. Essa configuração, também observada em outros mercados (La Porta et al., 1999), contrasta com o modelo de dispersão acionária das grandes corporações norte-americanas (Berle e Means, 1932), evidenciando a relevância do tema para uma compreensão global das estruturas de governança.

A crescente captação de recursos externos reforçou a necessidade de aprimorar os mecanismos de governança corporativa, sobretudo para mitigar conflitos de agência entre acionistas e gestores (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983). Nessa perspectiva, destaca-se o papel central do Conselho de Administração, responsável por monitorar decisões estratégicas e alinhar os interesses internos à maximização do valor da empresa (Fama e Jensen, 1983; Hermalin e Weisbach, 2003).

Contudo, a atuação do conselho não ocorre isoladamente, sendo influenciada por variáveis externas, como o ambiente competitivo. A Teoria da Organização Industrial (Tirole, 1988) sustenta que o grau de competição de mercado modera a eficácia da governança corporativa. Em mercados altamente competitivos, estruturas mais independentes e práticas de monitoramento mais frequentes podem ser adotadas (Adams et al., 2010; Vafeas, 1999), enquanto, em mercados concentrados, o conselho torna-se ainda mais essencial, substituindo a pressão disciplinadora do mercado (Giroud e Mueller, 2010; Ammann et al., 2013).

A competição, portanto, pode atuar como complemento ou substituto da governança, a depender do contexto (Guadalupe e Pérez-González, 2010; Karuna, 2007). Em países emergentes como o Brasil, onde os mecanismos externos ainda estão em consolidação, o conselho assume papel estratégico na mediação entre ambiente competitivo e desempenho empresarial. Estudos em mercados emergentes (Khanna e Palepu, 2000; Peng, 2004) indicam que a eficácia da governança está relacionada à maturidade institucional e à intensidade da competição setorial.

Apesar dos avanços na literatura, são escassas as análises empíricas que investigam como o ambiente competitivo influencia a relação entre o Conselho de Administração e o desempenho das empresas brasileiras. Este estudo contribui ao explorar essa moderação no contexto das companhias de capital

aberto listadas na B3, utilizando o Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) como medida de concentração de mercado. Ao abordar um mercado emergente com estruturas de propriedade concentrada e dinâmicas institucionais próprias, o estudo amplia o entendimento sobre a aplicabilidade e os limites da governança corporativa.

Outro diferencial é o tratamento não homogêneo do Conselho de Administração. A pesquisa analisa de forma detalhada variáveis como diversidade, independência, dualidade e remuneração variável, articulando elementos da Teoria da Agência e da Teoria da Organização Industrial. Essa abordagem integrada permite compreender como diferentes características do conselho interagem com o grau de competição setorial e impactam o desempenho das empresas.

A questão central da pesquisa é: **qual é a influência do ambiente competitivo na relação entre o Conselho de Administração e o desempenho da empresa?** Essa indagação é especialmente pertinente no Brasil, onde a governança interna precisa muitas vezes compensar fragilidades institucionais e a ausência de mecanismos externos consolidados (Silveira et al., 2008; Black et al., 2014). Ao investigar a atuação do conselho em diferentes níveis de competição, busca-se entender em que medida o mercado pode reforçar ou substituir os mecanismos de controle corporativo.

Os resultados obtidos mostram evidências parciais em favor das hipóteses formuladas. Algumas características do conselho, inesperadamente, não se relacionam positivamente com o desempenho contábil ou de mercado das empresas. Por outro lado, baixos níveis de concentração setorial (indicando alta competição) se revelam como fatores externos relevantes de disciplinamento.

Este artigo está organizado da seguinte forma: a seção 2 apresenta a fundamentação teórica e as hipóteses; a seção 3 detalha os procedimentos metodológicos; a seção 4 expõe e discute os resultados; e a seção 5 traz as conclusões do estudo.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES

A divergência de objetivos entre proprietários e gestores deu origem à crescente necessidade de instituição e implantação de mecanismos de governança corporativa eficazes. A teoria da agência destaca que enquanto os acionistas buscam maximizar o valor da empresa, os gestores podem agir de forma oportunista, visando seus interesses pessoais (Jensen & Meckling, 1976). Para mitigar esse problema de agência, a governança corporativa adota mecanismos internos e externos que alinham os interesses dos gestores aos dos acionistas, maximizando o retorno sobre o investimento e reduzindo assimetrias informacionais (Shleifer & Vishny, 1997; Bebchuk & Weisbach, 2010).

Dentre os mecanismos internos, destaca-se o Conselho de Administração, que supervisiona as decisões estratégicas, o desempenho da gestão e os sistemas de remuneração variável, desenhados para alinhar a compensação dos gestores ao desempenho empresarial. Outros mecanismos internos incluem estruturas de propriedade, políticas de divulgação de informações, códigos de ética e conduta, comitês de auditoria e sistemas de controle interno (Aguilera et al., 2015; Cuomo et al., 2016). Já entre os mecanismos externos, encontram-se o ambiente competitivo, a regulação governamental, o mercado de aquisições hostis, o ativismo de acionistas, a atuação de investidores institucionais, o monitoramento por analistas e a fiscalização por auditores externos (Larcker & Tayan, 2020).

Um conselho de administração bem estruturado pode alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas, reduzindo problemas de agência e melhorando a qualidade das decisões estratégicas, o que se reflete em melhor desempenho financeiro (Hermalin & Weisbach, 2003). As características do Conselho de Administração, como independência, diversidade de gênero e de habilidades, expertise, dualidade e efetividade no monitoramento, por exemplo, são fundamentais para a eficácia da governança corporativa (Fama & Jensen, 1983; Adams et al., 2010). Holmström & Tirole (1989)

argumentam que a estrutura organizacional e os contratos internos desempenham funções de relevância na coordenação dos interesses dentro da empresa, fornecendo incentivos apropriados que podem influenciar positivamente o desempenho. Estudos empíricos, como o de Bhagat e Bolton (2008), confirmam que empresas com conselhos de administração robustos tendem a apresentar desempenho superior.

H1: Existe uma relação positiva entre as características do conselho de administração e o desempenho financeiro e de mercado da empresa.

O conselho de administração é reconhecido como o mecanismo de governança interno mais importante nas organizações (Fama & Jensen, 1983; Adams et al., 2010). É responsável por monitorar atuação da gestão, proteger os interesses dos acionistas e definir as estratégias que impulsionam o desempenho empresarial. No entanto, sua eficácia é influenciada tanto por fatores internos quanto pelo ambiente competitivo no qual a empresa está inserida (Hermalin & Weisbach, 2003). Estudos sugerem que mercados altamente competitivos podem pressionar as empresas a adotarem práticas de governança mais rigorosas, como a independência do conselho, diversificação de expertise dos conselheiros e maior transparência na divulgação de informações (Ferreira et al., 2011).

O ambiente competitivo emerge como um fator de influência que pode tanto potencializar quanto mitigar a eficácia dos mecanismos internos de governança, como o próprio conselho de administração. Além de estimular práticas de governança mais sólidas, pode atuar como um mecanismo disciplinador, reduzindo o risco de comportamentos oportunistas por parte dos gestores. Já em ambientes mais concentrados ou de menor competição, essa pressão externa por desempenho eficiente é reduzida, o que pode gerar espaço para comportamentos dos gestores desalinhados com os interesses dos acionistas. Para Giroud e Mueller (2010), são em cenários assim que a governança corporativa eficaz se torna mais relevante para proteger os interesses dos acionistas, atuando como substituta da competição.

A segunda hipótese está fundamentada na teoria da organização industrial. Um alto grau de concentração de mercado, medido pelo Índice Herfindahl-Hirschman (HHI), indica menor competição. Em ambientes menos competitivos, as empresas enfrentam menor pressão para inovar, reduzir custos e melhorar a eficiência operacional, o que pode levar a um desempenho financeiro inferior (Tirole, 1988; Chang et al., 2015). Segundo Holmström e Tirole (1989), o comportamento das empresas pode ser impactado pelo grau de competição do mercado. Além disso, a falta de competição permite comportamentos oportunistas por parte dos gestores, afetando negativamente os resultados financeiros (Giroud & Mueller, 2010). O que reforça a ideia de que ambientes com baixa competitividade exercem menor pressão externa para o desempenho eficiente das empresas. Assim, a segunda hipótese é a seguinte:

H2: Existe uma relação negativa entre o índice de concentração do mercado (HHI) e o desempenho financeiro e de mercado da empresa.

A terceira hipótese considera a complexa interação entre a governança corporativa e o ambiente competitivo. O nível de competição pode influenciar a eficácia das práticas de governança, alterando a forma como as características do Conselho impactam o desempenho da empresa. Em mercados altamente competitivos, a pressão externa pode complementar o papel do Conselho de Administração, reforçando sua influência positiva no desempenho (Ferreira et al., 2011). Segundo Holmström e Tirole (1989), o controle interno e externo das empresas é interdependente, e o grau de competição no mercado pode alterar a efetividade da governança interna. Por outro lado, em mercados menos competitivos, o conselho pode atuar como substituto da pressão de mercado, sendo essencial para

disciplinar os gestores (Ammann et al., 2013). Conforme evidências verificadas por Chang et al. (2015), o grau de competição impacta a relação entre as práticas de governança e o desempenho, variando conforme a intensidade competitiva.

Em mercados altamente competitivos, as empresas enfrentam uma pressão intensificada para otimizar seu desempenho, o que exige uma supervisão mais ativa e decisões estratégicas ágeis (Chang et al., 2015; Aguilera et al., 2019). Nesse contexto, a eficácia do Conselho de Administração é potencializada pela pressão de mercado, que atua como um mecanismo adicional de disciplina para os gestores (Guadalupe & Pérez-González, 2010; Hou & Robinson, 2006). Essa complementaridade entre uma governança interna robusta e uma intensa competição externa resulta em um efeito mais pronunciado do conselho sobre o desempenho financeiro e a maximização do valor para os acionistas (Holmström & Tirole, 1989; Giroud & Mueller, 2011). Além disso, a competição acirrada pode amplificar o papel do conselho na mitigação de problemas de agência, uma vez que o risco de perda de competitividade se torna uma ameaça mais tangível à sobrevivência da empresa (Bebchuk & Hamdani, 2017; Gormley & Matsa, 2016). Consequentemente, espera-se que a interação entre as características do conselho e o ambiente altamente competitivo resulte em um impacto positivo mais acentuado sobre o desempenho financeiro e de mercado da empresa.

Em mercados com menor competição, caracterizados por um Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) mais elevado, a interação entre as práticas de governança corporativa e o ambiente de mercado apresenta dinâmicas distintas daquelas observadas em mercados mais competitivos. Em cenários de baixa competitividade, a pressão externa sobre as empresas é reduzida, o que pode diminuir a necessidade e a eficácia de práticas rigorosas de governança (Giroud & Mueller, 2010; Chang et al., 2015). A ausência de forte pressão competitiva pode resultar em uma supervisão menos intensa por parte do conselho de administração e em incentivos reduzidos para maximizar o desempenho empresarial (Holmström & Tirole, 1989; Guadalupe & Pérez-González, 2010). Nesse contexto, o papel do conselho de administração pode se tornar mais substitutivo em relação à pressão competitiva, ao invés de complementar (Giroud & Mueller, 2011). No entanto, essa substituição pode não ser perfeita, resultando em um efeito positivo menos pronunciado das características do conselho sobre o desempenho da empresa (Aguilera et al., 2019; Liu et al., 2016).

Considerando as evidências e os argumentos expostos, a terceira hipótese é a seguinte:

H3: Em mercados mais competitivos (menor HHI), a interação entre o índice de competição e as características do conselho de administração reforça os efeitos positivos dessas características sobre o desempenho financeiro e de mercado da empresa.

3. METODOLOGIA

3.1. Amostra

A amostra em estudo é composta por empresas brasileiras de capital aberto, listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), abrangendo o período de 2012 a 2022. A escolha desse intervalo temporal encontra amparo na Instrução CVM nº 457 e no Comunicado do Banco Central nº 14.259, que tornaram obrigatória, a partir de 2010, a aplicação das normas IFRS às demonstrações financeiras consolidadas, conferindo maior padronização e transparência às informações divulgadas. Visto que a transição para o novo regime contábil exige um período de ajuste normativo e operacional, a inclusão de dados a partir de 2012 proporciona uma base mais consolidada e confiável, reduzindo incertezas relacionadas a essa adaptação. Embora o estudo busque analisar as relações ao longo de dez anos, no período de 2013 a 2022, a inclusão de observações referentes a 2012 é necessária para garantir a defasagem temporal exigida nos modelos econométricos empregados. A delimitação do período até 2022 deve-se à Lei nº 14.195/2021, que proibiu a dualidade de cargos entre CEO e presidente do conselho de administração em companhias abertas a partir do final desse ano. Como essa mudança

normativa impacta diretamente um dos mecanismos de governança analisados, a exclusão de anos posteriores preserva a coerência metodológica e a validade das inferências estatísticas. Os dados secundários foram coletados a partir da base de dados Economática® e dos Formulários de Referência (FRE) extraídos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Para identificar particularidades setoriais, as empresas foram classificadas com base na categorização de setores econômicos da B3, que abrange os seguintes segmentos: Bens Industriais; Comunicações; Consumo Cíclico; Consumo Não Cíclico; Materiais Básicos; Outros; Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Saúde; Tecnologia da Informação; e Utilidade Pública. Além disso, foram consideradas as categorias de listagem da B3 como referência para avaliar o grau de adoção de práticas de governança corporativa, organizadas em ordem decrescente de exigência: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1, Tradicional, Bovespa Mais e Bovespa Mais 2. Ressalta-se que ajustes realizados pela B3 nos segmentos de listagem durante o período estudado não afetam os resultados, uma vez que o foco é analisar o comportamento do conjunto das empresas do Novo Mercado em comparação com as dos demais segmentos.

Empresas com patrimônio líquido negativo foram excluídas da amostra. Essa exclusão baseia-se em considerações teóricas, práticas e estatísticas amplamente reconhecidas na literatura. O patrimônio líquido negativo reflete uma condição de fragilidade financeira extrema ou insolvência técnica, caracterizada pela incapacidade da empresa de operar no longo prazo. Além disso, indicadores como o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) tornam-se distorcidos, dificultando a interpretação dos resultados e reduzindo a robustez das análises.

Também foram excluídas observações de empresas pertencentes ao setor financeiro devido às suas particularidades regulatórias e estrutura de capital distinta, o que compromete a comparabilidade com outros setores. As empresas financeiras operam com altos níveis de alavancagem como parte inerente de suas atividades, diferindo significativamente dos padrões de alavancagem observados em setores não financeiros. Essa prática também é adotada em estudos clássicos de estrutura de capital.

Após a rigorosa aplicação dos critérios de seleção e exclusão descritos, a amostra final analisada neste estudo compreende 266 empresas distintas, resultando em um total de 1.922 observações ao longo do período analisado. Essa configuração assegura um equilíbrio adequado entre diversidade setorial e consistência nas observações, bem como se alinha com a utilização de dados em painel, ferramenta indispensável que permite a análise simultânea da variabilidade entre diferentes empresas e ao longo do tempo.

3.2. Operacionalização das Variáveis

As variáveis dependentes, responsáveis por mensurar o desempenho empresarial, foram definidas com base em uma abordagem multidimensional que contempla aspectos contábeis e de mercado. Essa escolha apoia-se na premissa de que diferentes dimensões do desempenho revelam facetas complementares da efetividade organizacional, permitindo uma análise mais abrangente dos resultados. Para mitigar o impacto de valores extremos que poderiam comprometer a consistência das análises, todas as variáveis dependentes foram submetidas ao procedimento de winsorização a 1 % em cada cauda da distribuição. Foram analisadas seis variáveis dependentes, sendo três contábeis (ROA, ROE e ROIC) e três de mercado (Q de Tobin, lnVM e PRECLUC). A variável ROA é calculada pela razão entre o lucro líquido somado à participação minoritária e o ativo total, multiplicada por 100. O ROE corresponde à razão entre o lucro líquido acrescido da participação minoritária e o total do patrimônio líquido, incluindo a participação de minoritários, também multiplicada por 100. O ROIC é obtido pela razão entre o EBIT ajustado pela taxa efetiva de impostos e o capital investido, multiplicada por 100. No grupo das variáveis de mercado, o Q de Tobin é mensurado pela razão entre a soma dos valores de mercado das ações (ordinárias e preferenciais) mais o exigível total, dividida pelo ativo total. Já o lnVM corresponde ao logaritmo natural do produto

entre o número total de ações em circulação e a respectiva cotação não ajustada, sendo que, nos casos de empresas com mais de uma classe de ações, utiliza-se a soma ponderada pelos respectivos preços de mercado.

As variáveis independentes correspondem às características do Conselho de Administração, representando diferentes dimensões de sua composição e funcionamento. O tamanho do conselho é definido pelo número total de membros informados nos Formulários de Referência das companhias, sendo a variável winsorizada em 1 % nas extremidades e transformada em logaritmo natural (lnTCA). A dualidade CEO/Chairman é capturada por uma variável binária (DUAL), que assume o valor 1 quando o mesmo indivíduo ocupa os cargos de diretor-presidente e presidente do conselho, e 0 quando há separação entre as funções. A remuneração variável dos conselheiros (REMVAR) também é operacionalizada por meio de uma dummy, igual a 1 nos casos em que há qualquer forma de remuneração variável — incluindo bônus, participação nos resultados, valores por reuniões, comissões, entre outros — e 0 quando a remuneração é exclusivamente fixa, conforme dados extraídos dos Formulários de Referência divulgados à CVM. A variável de independência do conselho (INDEP) é medida pela razão entre o número de conselheiros classificados como independentes e o total de membros do colegiado, seguindo os critérios definidos pela regulamentação vigente. A diversidade de gênero (DIVGEN) é calculada pela razão entre o número de mulheres que integram o conselho e o número total de membros, refletindo o grau de pluralidade de gênero no processo decisório.

A variável de contexto utilizada para captar o ambiente competitivo é o Índice Herfindahl-Hirschman (HHI), que mensura o grau de concentração setorial por meio da soma dos quadrados das participações de mercado das empresas de um determinado setor. O índice varia de 0 a 1, sendo que valores próximos de zero indicam maior competição e, quanto mais próximos de um, maior a concentração de mercado. A fórmula de cálculo é expressa por $HHI = \sum_i \beta_i^2$, em que β_i representa a participação de mercado da empresa *i*, obtida pela razão entre o ativo total da empresa e a soma dos ativos das demais companhias do mesmo setor. A escolha do ativo total como proxy justifica-se por sua menor volatilidade em comparação a variáveis como receita ou valor de mercado, assegurando maior estabilidade ao indicador. O HHI é amplamente utilizado por órgãos reguladores como o Departamento de Justiça dos Estados Unidos e o CADE no Brasil, além de ser recorrente em estudos acadêmicos sobre estrutura de mercado e desempenho corporativo (Allen e Gale, 2000; Giroud e Mueller, 2011; Hou e Robinson, 2006).

As variáveis de controle foram incluídas com o objetivo de isolar os efeitos das variáveis de interesse sobre o desempenho empresarial, assegurando maior robustez às estimativas. Fundamentadas em estudos clássicos da literatura de governança e finanças, essas variáveis capturam características intrínsecas às firmas que podem influenciar sistematicamente o desempenho. Foram utilizadas como controles: o tamanho da empresa (logaritmo natural da receita operacional líquida), a alavancagem financeira (razão entre dívida bruta total e ativo total) e a variável ESTATAL, que assume o valor 1 quando o controle acionário é exercido por ente estatal e 0 quando privado. Todas as variáveis de controle foram igualmente submetidas à winsorização a 1 % em ambas as extremidades da distribuição, e o modelo inclui dummies para os anos da amostra, a fim de controlar efeitos temporais não observáveis.

3.3. Modelos Econométricos

A análise empírica emprega modelos dinâmicos estimados por System GMM, método que permite incluir a variável dependente defasada como regressor e utilizar instrumentos internos, dispensando a necessidade de variáveis estritamente exógenas (Roberts & Whited, 2013). Essa abordagem é adequada para captar a dinâmica do desempenho financeiro e os efeitos interativos entre características do conselho e o ambiente competitivo, representado pelo índice HHI.

A validade do System GMM é verificada por dois testes centrais: o teste de correlação serial (AR) e o teste de Hansen. O teste AR1 avalia a presença esperada de correlação de primeira ordem nos resíduos em diferenças, enquanto o AR2 verifica a ausência de correlação de segunda ordem, condição necessária para a validade dos instrumentos. O teste de Hansen, por sua vez, confirma a validade conjunta dos instrumentos utilizados, especialmente relevantes nas condições adicionais impostas pelo modelo sistêmico.

As variáveis foram classificadas conforme seu grau de endogeneidade. As características do conselho são tratadas como endógenas, dada sua possível resposta ao desempenho da firma (Harris & Raviv, 2008). Já o HHI é considerado exógeno, uma vez que empresas isoladas dificilmente alteram significativamente a estrutura de mercado de seus setores (Giroud & Mueller, 2011).

A Eq. (1) especifica o modelo dinâmico geral,

$$Desemp_{i,t} = \beta_1 Desemp_{i,t-1} + \beta_2 Gov_{i,t} + \beta_3 HHI_{i,t} + \beta_4 Gov_{i,t} HHI_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

onde os subscritos i e t representam, respectivamente, a empresa i no tempo t , $Desemp$ é o desempenho da empresa alternadamente medido por uma das seis variáveis dependentes, Gov corresponde a uma variável do conselho de administração, HHI é a medida de concentração setorial, X é o vetor de variáveis de controle, η_i especifica os efeitos fixos de empresa (primeiras diferenças), μ_t representa os efeitos fixos de tempo (*dummies* de ano) e ε é o termo de erro.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1. Estatísticas Descritivas

As Tabelas 1 e 2 apresentam as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no presente estudo, devidamente classificadas em quantitativas e binárias. A Tabela 1, em particular, expõe de forma detalhada as métricas estatísticas das variáveis quantitativas — incluindo média, desvio-padrão, valores mínimos e máximos, além dos percentis (25, 50 e 75) — abrangendo as características do conselho de administração, as variáveis de controle e a variável moderadora relacionada à competição de mercado (HHI).

Tabela 1
Estatística Descritiva

	Obs.	Média	Desv.Pad.	Mínimo	P25	P50	P75	Máximo
Variáveis Dependentes								
ROA	1922	3.748	7.864	-24.165	0.323	4.116	7.790	26.627
ROE	1922	3.055	50.597	-388.064	0.988	9.641	18.699	107.683
ROIC	1922	7.144	9.692	-28.869	3.040	6.607	10.883	45.481
QTobin	1922	1.123	0.818	0.216	0.627	0.877	1.288	4.770
lnVM	1922	21.554	1.896	17.241	20.168	21.777	22.870	26.211
Variáveis de Governança								
DIVGEN	1922	0.101	0.128	0.000	0.000	0.000	0.182	0.833
INDEP	1922	0.321	0.263	0.000	0.000	0.310	0.500	1.000
lnTCA	1922	1.885	0.367	0.693	1.609	1.946	2.197	2.639
Variável Moderadora - Competitividade								
HHI	1922	0.128	0.145	0.034	0.041	0.080	0.155	0.866
Variáveis de Controle								
lnIDADE	1922	3.494	0.807	1.315	2.854	3.726	4.122	4.881
lnROL	1922	21.571	1.766	16.680	20.516	21.526	22.647	25.926
lnAT	1922	15.277	1.689	11.295	14.174	15.277	16.354	19.550
lnPL	1922	14.237	1.681	9.460	13.227	14.242	15.327	18.784
DIVYLD	1922	3.390	4.293	0.000	0.000	2.317	4.467	23.987
lnDIV	1922	13.191	3.687	0.000	12.373	13.948	15.225	18.127
LIQB3	1922	0.282	0.501	0.000	0.002	0.067	0.340	3.096
ALAV	1922	28.529	17.276	0.000	15.364	29.027	40.709	70.468

Fonte: Resultados da Pesquisa.

A Tabela 2, por sua vez, detalha a distribuição das variáveis binárias, contemplando aspectos relevantes como a participação estatal, a dualidade de cargos e a adoção da prática de remuneração variável nos conselhos de administração. No que tange à variável relativa à remuneração variável, observa-se um total de 448 observações ao longo do período analisado, com maior incidência nos anos mais recentes. Esse comportamento, em tese, sugere uma evolução e consolidação progressiva de práticas de governança corporativa, em conformidade com as tendências contemporâneas de gestão empresarial e boas práticas organizacionais.

Tabela 2

Distribuição das Variáveis Binárias

	Obs.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Total	Freq.(%)
ESTATAL	1922	12	11	11	10	10	11	12	11	12	10	8	118	6,14
DUAL	1922	28	15	14	10	8	9	12	8	10	10	11	135	7,02
REMPVAR	1922	41	42	43	36	38	37	40	33	32	53	53	448	23,31

Fonte: Resultados da Pesquisa.

4.2. Análises Econométricas

4.2.1. Características do Conselho e desempenho

A Hipótese H1 sugere que as características do Conselho de Administração impactam positivamente o desempenho financeiro e de mercado das empresas. Um conselho bem estruturado pode melhorar a supervisão e a tomada de decisões estratégicas, contribuindo para melhores resultados. Para testar essa relação, os resultados do Modelo GMM são apresentados na Tabelas 3.

Os resultados apresentados na Tabela 3 demonstram a persistência do desempenho financeiro e de mercado ao longo do tempo, corroborando a premissa de que os retornos passados exercem um impacto substancial sobre os resultados presentes. A maioria dos coeficientes das variáveis dependentes defasadas são positivos e estatisticamente significativos para todas as métricas de desempenho analisadas. O coeficiente de L.ROA (0.472; $p \leq 0.01$) confirma que a rentabilidade operacional anterior influencia diretamente a rentabilidade corrente, reforçando a previsibilidade dos retornos financeiros, conforme observado por Fama e French (2000) e Nissim e Penman (2001). O mesmo padrão é observado para as variáveis ROE e ROIC, cujos coeficientes, L.ROE (0.258; $p \leq 0.01$) e L.ROIC (0.254; $p \leq 0.01$), sustentam a tese de que a lucratividade financeira passada constitui um preditor relevante do desempenho atual, alinhando-se aos achados de Sloan (1996) e Richardson et al. (2005). Da mesma forma, os resultados indicam que a valorização de mercado também responde a essa persistência histórica, como demonstram os coeficientes positivos e estatisticamente significativos de L.QTobin (0.758; $p \leq 0.01$) e L.lnVM (0.851; $p \leq 0.01$), um padrão posteriormente reafirmado pelos testes de robustez subsequentes, em linha com os estudos de Fama e French (1995) e Kothari (2001).

A análise da relação entre a independência do conselho (INDEP) e o desempenho financeiro e de mercado aponta, na maioria dos modelos estimados, uma tendência predominantemente desfavorável. Isso sugere que maior autonomia pode enfrentar barreiras estratégicas e encontrar dificuldades na harmonização de interesses entre conselheiros e executivos. A variável INDEP apresenta associação negativa com ROA (-2,316; $p \leq 0,1$), ROE (-13,220; $p \leq 0,1$), ROIC (-4,248; $p \leq 0,01$), QTobin (-0,198; $p \leq 0,1$) e lnVM (-0,440; $p \leq 0,05$). Esses resultados são consistentes com estudos que indicam que conselhos excessivamente independentes podem dificultar a execução de estratégias corporativas eficazes, especialmente em mercados emergentes, onde a governança corporativa ainda está em desenvolvimento (Brugni, 2012; Silveira et al, 2008). No entanto, em mercados desenvolvidos, como os Estados Unidos, a independência do conselho é frequentemente associada a melhor desempenho financeiro e de mercado, conforme destacado por Fama e Jensen (1983) e Adams et al. (2010). Essa divergência pode ser explicada pelas diferenças institucionais e

culturais entre mercados desenvolvidos e emergentes, onde a independência do conselho pode não ser suficiente para superar desafios estruturais e de alinhamento de interesses.

A dualidade de CEO (DUAL) exibe uma influência ambígua sobre as métricas de performance, dependendo do modelo estimado. A dualidade apresenta coeficientes negativos para ROA (-1,672; $p \leq 0,1$) e ROIC (-1,864; $p \leq 0,1$), o que sugere que a concentração de poder no CEO pode comprometer a eficiência operacional e enfraquecer boas práticas de governança. Esse resultado é consistente com estudos como o de Bebchuk et al. (2011), que argumentam que a dualidade pode levar a conflitos de interesse e reduzir a eficácia da supervisão do conselho. Em contrapartida, a relação favorável com QTobin (0,193; $p \leq 0,1$) e lnVM (0,264; $p \leq 0,1$) sinaliza que investidores, em certos contextos, podem encarar essa concentração como um fator de continuidade estratégica, gerando impactos positivos sobre a valorização da companhia (Zhang, 2018).

Tabela 3
Resultados do Modelo GMM para a Hipótese H1

HIPÓTESE H1:	(1) ROA	(2) ROE	(3) ROIC	(4) QTobin	(5) lnVM
L.ROA	0.472*** (0.0560)				
L.ROE		0.258*** (0.0963)			
L.ROIC			0.254*** (0.0461)		
L.QTobin				0.758*** (0.0465)	
L.lnVM					0.851*** (0.0441)
DIVGEN	0.851 (2.488)	7.112 (18.43)	-9.165*** (2.934)	0.0344 (0.257)	0.437 (0.374)
INDEP	-2.316* (1.392)	-13.22* (7.590)	-4.248*** (1.559)	-0.198* (0.108)	-0.440** (0.207)
lnTCA	0.596 (1.198)	-2.945 (8.648)	-0.381 (1.365)	-0.129 (0.168)	-0.00984 (0.143)
DUAL	-1.672* (1.010)	-5.331 (7.165)	-1.864* (1.127)	0.193* (0.113)	0.264* (0.151)
REMPVAR	0.107 (0.583)	4.369 (4.219)	0.282 (0.783)	-0.0174 (0.0772)	0.0819 (0.117)
ALAV	-0.200*** (0.0388)	-1.214*** (0.313)	-0.179*** (0.0511)	-0.000138 (0.00193)	-0.00714*** (0.00242)
lnROL	2.409*** (0.489)	17.83*** (4.368)	3.499*** (0.642)	0.0226 (0.0248)	0.210*** (0.0619)
ESTATAL	-4.064 (3.306)	-26.02 (24.86)	-0.113 (5.091)	0.480** (0.241)	-0.440* (0.239)
Observações	1608	1608	1608	1608	1608
Nº grupos	252	252	252	252	252
F-statistic	26.119	5.522	23.896	421.122	77.075.993
AR(1) p-valor	0.000	0.017	0.000	0.000	0.000
AR(2) p-valor	0.563	0.450	0.087	0.641	0.264
Hansen p-valor	0.261	0.273	0.371	0.581	0.604

Erros-padrão entre parênteses; *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$; As variáveis dummy de tempo estão incluídas nos modelos, mas omitidas na tabela para concisão.

Constata-se que a diversidade de gênero no conselho (DIVGEN) impacta adversamente o ROIC(-9,165; $p \leq 0,01$), conforme evidenciado pela relação negativa e estatisticamente significativa

com o ROIC em todas as três especificações do modelo. Esse resultado diverge de estudos como os de Adams e Ferreira (2009) e Carter et al. (2003), que encontraram uma relação positiva entre diversidade de gênero e desempenho financeiro em mercados desenvolvidos. No entanto, em mercados emergentes, como o Brasil, a introdução de maior pluralidade de gênero pode enfrentar desafios de adaptação a novas estruturas decisórias, resultando em potenciais divergências na definição de estratégias (Brugni et al., 2018).

No que tange à remuneração variável dos conselheiros (REMVAR), não se observam efeitos estatisticamente relevantes em nenhuma das métricas avaliadas. Esse resultado diverge de estudos como o de Core et al. (1999), que argumentam que incentivos financeiros podem alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, especialmente em mercados desenvolvidos. No entanto, em mercados emergentes, como o Brasil, a configuração de incentivos pode não ser suficiente para influenciar diretamente o desempenho, devido a fatores estruturais e contextuais, como a alta concentração de propriedade e a influência de acionistas controladores (Silveira, 2008).

O tamanho do conselho (LnTCA) não exhibe significância estatística na maioria dos casos, sugerindo que o simples acréscimo de conselheiros não constitui, por si só, fator determinante de resultados financeiros superiores.

De uma geral, nossos achados não corroboram a hipótese H1, que sustenta a existência de uma relação positiva entre as características do Conselho de Administração e o desempenho da empresa. Em específico, a independência do conselho (INDEP) revela coeficientes negativos em diversas métricas (ROA, ROE, ROIC, Q de Tobin e LnVM), sinalizando possíveis dificuldades de alinhamento estratégico e operacional em conselhos excessivamente autônomos. A diversidade de gênero (DIVGEN) apresenta impacto desfavorável sobre o ROIC em todas as especificações, o que pode indicar desafios de adaptação a conselhos mais plurais. Por seu turno, o tamanho do conselho (LnTCA) evidencia influência negativa sobre o ROE, sugerindo riscos de burocratização em colegiados mais extensos. Por seu turno, o tamanho do conselho (LnTCA) evidencia influência negativa sobre o ROE, sugerindo riscos de burocratização em colegiados mais extensos.

4.2.2. Concentração de Mercado e Desempenho Empresarial

A segunda hipótese deste artigo (H2) examina o vínculo entre a concentração de mercado e o desempenho financeiro e de mercado das companhias listadas na B3. A Tabela 4 mostra os resultados, a qual avalia o efeito do Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) nos desempenhos contábeis e de mercado.

Conforme as estimativas do modelo GMM-Sys (Tabela 4), o índice de concentração de mercado apresenta coeficiente negativo e estatisticamente significativo para o ROA (-5,930; $p \leq 0,1$), ROE (-90,85; $p \leq 0,1$) e o ROIC (-6,351; $p \leq 0,1$), enquanto exhibe coeficientes positivos em relação ao Q de Tobin (0,410; $p \leq 0,1$) e ao valor de mercado (0,280; $p \leq 0,1$). Os achados evidenciam um duplo efeito da concentração de mercado sobre o desempenho empresarial. De um lado, a relação negativa entre a concentração e os indicadores de rentabilidade, tais como ROA, ROE e ROIC, sugerem que mercados menos competitivos tendem a comprometer a eficiência operacional das empresas. Por outro lado, os resultados demonstram que setores mais concentrados apresentam maior valorização de mercado, conforme refletido nos coeficientes positivos do HHI sobre o Q de Tobin e o LnVM. Esse panorama indica que, embora a menor concorrência possa restringir a competitividade e afetar a lucratividade, a concentração pode proporcionar maior estabilidade setorial e criar barreiras à entrada, fatores que conferem atratividade aos investidores ao reduzir a volatilidade dos ativos.

A doutrina econômica corrobora essa ambivalência. Estudos fundamentais como o de Bain (1956) demonstram que mercados altamente concentrados restringem a concorrência e comprometem a eficiência operacional, resultando em menores margens de lucro e redução nos retornos sobre o capital investido. Pesquisas mais recentes, especialmente em mercados emergentes, reforçam essa

relação, indicando que setores de elevada concentração apresentam menor dinamismo competitivo e rentabilidade inferior. No cenário brasileiro, Lourenço et al. (2020) identificam que a concentração de mercado está associada a menor eficiência operacional e redução da rentabilidade, alinhando-se aos achados desta pesquisa.

Não obstante, a literatura também reconhece que a concentração pode gerar vantagens estratégicas. A estabilidade setorial, as barreiras à entrada e a previsibilidade dos resultados são fatores frequentemente associados a mercados concentrados. Hou e Robinson (2006) demonstram que, embora empresas inseridas nesse contexto apresentem menores taxas de crescimento, elas tendem a oferecer maior previsibilidade de desempenho, o que pode justificar os coeficientes positivos do HHI sobre o Q de Tobin e o lnVM verificados na presente análise. Dessa forma, os resultados reforçam a dualidade dos efeitos da concentração de mercado, evidenciando tanto seus impactos adversos sobre a eficiência econômica quanto os benefícios percebidos pelo mercado na valorização dos ativos empresariais.

Tabela 4
Resultados do Modelo GMM para a Hipótese H2

HIPÓTESE H2:	(1) ROA	(2) ROE	(3) ROIC	(4) QTobin	(5) lnVM
L.ROA	0.276*** (0.0596)				
L.ROE		0.167** (0.0848)			
L.ROIC			0.610*** (0.0648)		
L.QTobin				0.674*** (0.0753)	
L.lnVM					0.835*** (0.0443)
HHI	-5.930* (3.524)	-90.85* (48.96)	-6.351* (3.392)	0.410* (0.219)	0.280* (0.151)
ALAV	-0.216*** (0.0419)	-0.789** (0.374)	-0.137*** (0.0494)	0.000685 (0.00389)	-0.00945*** (0.00337)
lnROL	2.703*** (0.568)	28.34** (11.45)	2.496*** (0.689)	-0.0491 (0.0604)	0.145** (0.0589)
ESTATAL	7.055 (6.050)	-59.50 (67.71)	6.833 (5.752)	-0.590 (0.575)	-0.243 (0.275)
Observações	1608	1608	1608	1608	1608
Nº grupos	252	252	252	252	252
F-statistic	23.606	4.681	42.411	347.839	1.26e+05
AR(1) p-valor	0.000	0.014	0.000	0.000	0.000
AR(2) p-valor	0.964	0.459	0.337	0.733	0.247
Hansen p-valor	0.157	0.644	0.169	0.324	0.327

Erros-padrão entre parênteses; ***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1; As variáveis dummy de tempo estão incluídas nos modelos, mas omitidas na tabela para concisão.

Diante das evidências apresentadas, a hipótese H2, que postula uma relação negativa entre o índice de concentração de mercado (HHI) e o desempenho financeiro e de mercado das empresas, é parcialmente corroborada. O HHI apresenta relação negativa e estatisticamente significativa com ROA, ROE e ROIC, confirmando que mercados mais concentrados comprometem a eficiência operacional e reduzem a rentabilidade das empresas. No entanto, a valorização de mercado segue direção oposta, com coeficientes positivos e significativos para Q de Tobin e lnVM, indicando que

investidores percebem setores concentrados como mais estáveis e menos expostos ao risco competitivo.

4.2.3. O Efeito Moderador da Concentração de Mercado

A hipótese H3 examina o papel moderador do grau de competição do mercado, mensurado pelo Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI), na relação entre as características do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas. Busca-se, com esta análise, identificar de que maneira a concentração setorial influencia a magnitude e o sentido dessa interação. A Tabela 5 apresenta os resultados.

A análise dos efeitos moderadores do Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) sobre as características do conselho de administração evidencia uma relação complexa e não homogênea entre estrutura de mercado e desempenho corporativo. Esta complexidade é consistente com os achados de Aguilera et al. (2019), que destacam como a relação entre competitividade de mercado e governança varia entre mercados desenvolvidos e emergentes. Enquanto algumas variáveis apresentam efeitos consistentes ao longo das especificações, outras oscilam em magnitude ou perdem significância estatística. Especificamente, duas moderações do HHI merecem destaque: a moderação com a independência do conselho (INDEP x HHI) e com a remuneração variável.

A independência do conselho se revela um fator positivo para o desempenho financeiro e de mercado das empresas inseridas em mercados mais concentrados, como sugere a variável de moderação (INDEP x HHI): com ROA (17.90; $p \leq 0.10$), com ROE (109.6; $p \leq 0.10$), com ROIC (18.51; $p \leq 0.05$), com Q de Tobin (0.714; $p \leq 0.01$) e com lnVM (1.025; $p \leq 0.05$). O coeficiente apresenta coeficientes positivos e estatisticamente relevantes em todos os cinco modelos da Tabela 5, evidenciando que a maior independência do conselho pode exercer um papel determinante na valorização da empresa e na eficiência operacional quando os mercados são mais concentrados e, conseqüentemente, menos competitivos. Esses achados reforçam a tese de que, em mercados de maior concentração, conselhos independentes desempenham um papel essencial na mitigação de riscos e na maximização da eficiência corporativa. Os efeitos observados encontram respaldo em Buchwald (2017), que destaca que a falta de pressão externa deve ser compensada por conselhos de administração mais independentes para garantir a responsabilização dos gestores. De forma similar, Hu et al. (2023) evidenciam a relevância da independência dos conselhos em cenários de alta competição ou choques econômicos.

Já a variável de moderação entre a remuneração variável dos conselheiros (REMPVAR x HHI) apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa em todas as especificações com ROA (-13.45; $p \leq 0.05$), com ROE (-132.3; $p \leq 0.10$), com ROIC (-16.57; $p \leq 0.05$), com Q de Tobin (-0.416; $p \leq 0.10$) e com lnVM (-1.286; $p \leq 0.05$), indicando que, em mercados mais concentrados, a eficácia dos incentivos financeiros pode ser reduzida. Esses achados reforçam a ideia de que a remuneração variável dos conselheiros pode não ser um mecanismo eficiente de estímulo ao desempenho em mercados de elevada concentração. Esse resultado dialoga com as descobertas de Khashabi et al. (2021), que sugerem que a eficácia dos incentivos é maximizada em mercados de competitividade moderada, onde existe equilíbrio entre pressão externa e liberdade de atuação.

O mesmo sinal negativo foi encontrado para a moderação entre o HHI e o tamanho do conselho (-20.69, $p < 0.05$), sugerindo que o tamanho do conselho também não favorece o desempenho em mercados mais concentrados. O papel moderador do HHI não foi significativo em relação às outras características dos conselhos de administração.

Tabela 5
Resultados do Modelo GMM para a Hipótese H3

HIPÓTESE H3:	(1) ROA	(2) ROE	(3) ROIC	(4) QTobin	(5) lnVM
L.ROA	0.476*** (0.0513)				
L.ROE		0.219** (0.0910)			
L.ROIC			0.439*** (0.0791)		
L.QTobin				0.727*** (0.0500)	
L.lnVM					0.915*** (0.0400)
HHI	8.798 (11.26)	119.6 (96.42)	-2.729 (9.626)	-0.182 (0.329)	0.495 (0.506)
DIVGEN	0.598 (7.960)	-21.48 (54.11)	-5.298 (6.913)	0.100 (0.318)	0.212 (0.468)
DIVGEN x HHI	-7.443 (23.28)	-10.72 (173.7)	-13.56 (22.78)	-1.626* (0.985)	-2.898** (1.470)
INDEP	-7.190** (3.001)	-45.42* (26.47)	-9.160*** (3.508)	-0.272** (0.109)	-0.466** (0.213)
INDEP x HHI	17.90* (9.732)	109.6* (62.01)	18.51** (8.923)	0.714*** (0.242)	1.025** (0.454)
lnTCA	-1.150 (2.917)	7.362 (20.87)	0.758 (3.238)	-0.0126 (0.129)	0.266 (0.234)
lnTCA x HHI	-2.051 (1.440)	-20.69* (11.97)	-0.983 (1.165)	0.0125 (0.0436)	-0.0553 (0.0706)
DUAL	-0.659 (3.929)	-16.83 (27.75)	-1.623 (3.912)	0.0933 (0.161)	-0.332 (0.275)
DUAL x HHI	-30.85 (27.60)	-144.2 (214.1)	-1.917 (18.26)	0.413 (1.138)	1.221 (1.150)
REMPVAR	4.178** (1.934)	48.37*** (16.38)	3.124* (1.638)	0.0285 (0.0952)	0.253* (0.134)
REMPVAR x HHI	-13.45** (6.802)	-132.3* (67.22)	-16.57** (8.154)	-0.416* (0.226)	-1.286** (0.549)
ALAV	-0.173*** (0.0401)	-1.201*** (0.378)	-0.164*** (0.0451)	0.0000951 (0.00199)	-0.00764*** (0.00279)
lnROL	2.177*** (0.439)	13.16*** (4.095)	3.673*** (0.838)	0.0130 (0.0199)	0.118** (0.0496)
ESTATAL	7.047 (4.297)	32.92 (34.35)	-7.487* (4.400)	0.254 (0.224)	-0.196 (0.238)
Observações	1608	1608	1608	1608	1608
Nº grupos	252	252	252	252	252
F-statistic	26.697	4.389	25.617	326.370	93.766.235
AR(1) p-valor	0.000	0.012	0.000	0.000	0.000
AR(2) p-valor	0.757	0.612	0.196	0.648	0.211
Hansen p-valor	0.401	0.715	0.291	0.208	0.528

Erros-padrão entre parênteses; ***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1; As variáveis dummy de tempo estão incluídas nos modelos, mas omitidas na tabela para concisão.

5. CONCLUSÃO

Esta pesquisa apresenta uma contribuição para os estudos de governança corporativa e competição de mercado no Brasil, ao empregar o Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) como variável

moderadora da eficácia da governança corporativa, analisada por meio das características do conselho de administração. Esse enfoque inovador permite compreender de maneira mais aprofundada como a estrutura competitiva do setor influencia a relação entre governança e desempenho empresarial, preenchendo uma lacuna na literatura nacional.

As implicações desta pesquisa oferecem contribuições significativas para o avanço da governança corporativa, tanto no campo teórico quanto na prática empresarial. Do ponto de vista teórico, o estudo aprimora a compreensão da interação entre mecanismos internos e externos de governança, demonstrando como a competição de mercado modera a eficácia das características do Conselho de Administração. Essa abordagem permite uma integração mais sofisticada entre a Teoria da Agência e a Teoria da Organização Industrial, ao evidenciar que a estrutura concorrencial do setor afeta diretamente a efetividade dos mecanismos de governança corporativa.

Do ponto de vista prático, este estudo fornece diretrizes concretas para três grupos principais: (i) para empresas, orienta a composição do conselho conforme o ambiente competitivo, demonstrando que o tamanho do conselho, sua independência, diversidade e estrutura de remuneração variável devem ser ajustados ao nível de competição setorial; (ii) para reguladores e formuladores de políticas, oferece evidências empíricas que suportam a necessidade de normativos específicos por setor, evitando recomendações genéricas que desconsiderem o nível de competição; e (iii) para investidores e analistas, proporciona um *framework* estruturado para avaliar a adequação das práticas de governança ao contexto competitivo da empresa, permitindo decisões mais informadas sobre alocação de capital e contribuindo para o fortalecimento do mercado de capitais no Brasil.

Apesar das contribuições teóricas e práticas, este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados. Primeiramente, a amostra é composta exclusivamente por empresas de capital aberto no Brasil, o que pode limitar a generalização dos achados para empresas de capital fechado, cuja governança e dinâmica competitiva podem diferir substancialmente. Além disso, a mensuração da governança corporativa foca em cinco características específicas do conselho de administração (tamanho, dualidade, independência, diversidade de gênero e remuneração variável), não contemplando outras dimensões do conselho como formação acadêmica dos membros, experiência profissional, participação em outros conselhos e comitês de assessoramento. Outro ponto a ser destacado é que, embora o HHI seja amplamente utilizado como métrica de concentração de mercado, ele não captura todas as nuances da concorrência, como barreiras à entrada, diferenciação de produtos e dinâmica de inovação setorial. A robustez do modelo confirma as relações estudadas e abre caminho para futuras investigações que aprofundem relações causais de longo prazo, ampliando a análise para outros mercados emergentes e distintos contextos institucionais e concorrenciais.

Por fim, os achados reforçam que a governança corporativa e a estrutura de mercado devem ser analisadas de forma integrada, pois seu impacto sobre o desempenho empresarial não ocorre isoladamente. Ao demonstrar que a concorrência modera a eficácia das características do conselho de administração, este estudo amplia o entendimento sobre governança corporativa no Brasil e fornece subsídios tanto para a literatura acadêmica quanto para gestores, investidores e reguladores. Dessa forma, este estudo não apenas aprofunda o conhecimento sobre a relação entre governança corporativa e estrutura de mercado, fornecendo subsídios para a formulação de estratégias empresariais e regulatórias mais alinhadas ao ambiente competitivo de cada setor, como também estabelece bases para novas investigações que expandam a compreensão sobre os determinantes do desempenho empresarial no Brasil e em outros mercados.

REFERENCIAL TEÓRICO

Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107.

- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573.
- Aguilera, R. V., Marano, V., & Haxhi, I. (2019). International corporate governance: A review and opportunities for future research. *Journal of International Business Studies*, 50, 457-498.
- Allen, F., & Gale, D. (2000). Corporate governance and competition. *Corporate governance: Theoretical and empirical perspectives*, 23(4), 23-94.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2013). Product market competition, corporate governance, and firm value: Evidence from the EU area. *European Financial Management*, 19(3), 452-469.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Bain, J. S. (1956). *Barriers to new competition: Their character and consequences in manufacturing industries*. Harvard University Press.
- Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2017). Independent directors and controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, 1271-1315.
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *The review of financial studies*, 23(3), 939-961.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan Publishing Company (Vol. 21).
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.
- Black, B. S., De Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging markets review*, 20, 176-195.
- Brugni, T. V. (2012). *Conselhos de administração: uma análise das suas características e impacto sobre as firmas no mercado acionário brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES, Brasil.
- Brugni, T. V., Bortolon, P. M., De Almeida, J. E. F., & Paris, P. K. S. (2013). Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. *International Journal of Disclosure and Governance*, 10(4), 406-421.
- Buchwald, A. (2017). Competition, outside directors and executive turnover: Implications for corporate governance in the EU. *Managerial and Decision Economics*, 38(3), 365-381.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38, 33-53.
- Chang, Y. K., Chen, Y. L., Chou, R. K., & Huang, T. H. (2015). Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure. *International Review of Economics & Finance*, 38, 44-55.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate governance: an international review*, 24(3), 222-241.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131-155.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Forecasting profitability and earnings. *The Journal of Business*, 73(2), 161-175.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Ferreira, D., Ferreira, M. A., & Raposo, C. C. (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of Financial economics*, 99(3), 523-545.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries?. *Journal of financial economics*, 95(3), 312-331.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *the Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
- Gormley, T. A., & Matsa, D. A. (2016). Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts. *Journal of financial economics*, 122(3), 431-455.

- Guadalupe, M., & Pérez-González, F. (2010). Competition and private benefits of control. In AFA Chicago Meetings Paper.
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(Apr), 7-26.
- Holmström, B., & Tirole, J. (1989). The theory of the firm. *Handbook of Industrial Organization*, 1, 61-133.
- Hou, K., & Robinson, D. T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *The journal of finance*, 61(4), 1927-1956.
- Hu, X., Lin, D., & Tosun, O. K. (2023). The effect of board independence on firm performance—new evidence from product market conditions. *The European Journal of Finance*, 29(4), 363-392.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate governance: An international review*, 15(2), 194-207.
- Karuna, C. (2007). Industry product market competition and managerial incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3), 275-297.
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *The journal of finance*, 55(2), 867-891.
- Khashabi, P., Heinz, M., Zubanov, N., Kretschmer, T., & Friebe, G. (2021). Market competition and the effectiveness of performance pay. *Organization Science*, 32(2), 334-351.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Larcker, D., & Tayan, B. (2020). *Corporate governance matters: A closer look at organizational choices and their consequences*. FT Press.
- Lourenço, W. D. S., Louzada, L. C., & Novaes, P. V. G. (2020). How does market concentration influence Brazilian firms' operational performance? an analysis of concentration moderating effect. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 19(1), 14-38.
- Nissim, D., & Penman, S. H. (2001). Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of Accounting Studies*, 6(1), 109-154.
- Peng, M. W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic management journal*, 25(5), 453-471.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence, and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437-485.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in empirical corporate finance. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 493-572). Elsevier.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. D. M. D., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Tirole, J. (1988). *The theory of industrial organization*. MIT press.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics*, 53(1), 113-142.
- Zhang, H. (2018). Product market competition and corporate governance: substitutes or complements? Evidence from CEO duality. *Evidence from CEO Duality* (October 6, 2018).