

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

ELISABETE RODRIGUES MÁXIMO

**ESTUDO EMPÍRICO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE A
DIVERSIDADE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O
VALOR DA EMPRESA**

São Paulo

2015

ELISABETE RODRIGUES MÁXIMO

**ESTUDO EMPÍRICO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE A DIVERSIDADE
NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O VALOR DA EMPRESA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a conclusão do curso Mestrado Profissional em Administração com ênfase em Finanças.

**Orientador: Prof. Dr. Edison Simoni da
Silva**

São Paulo

2015

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

M464e	<p>Máximo, Elisabete Rodrigues</p> <p>Estudo empírico sobre a diversidade no Conselho de Administração e o valor da empresa. / Elisabete Rodrigues Máximo. - - São Paulo, 2015.</p> <p>151 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva.</p> <p>Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.</p> <p>1. Governança corporativa. 2. Conselhos de administradores. 3. Diversidade no ambiente de trabalho. 4. Pesquisa quantitativa.</p> <p>CDD 658.046</p>
-------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

ELISABETE RODRIGUES MÁXIMO

**ESTUDO EMPÍRICO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE A DIVERSIDADE NO
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O VALOR DA EMPRESA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração com ênfase em Finanças.

COMISSÃO JULGADORA

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo(membro externo)
Universidade de São Paulo – USP

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira(membro interno)
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Professor Orientador: Professor Dr. Edison Simoni da Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 25 de agosto de 2015.

DEDICATÓRIA

À Deus e ao nosso Senhor Jesus Cristo por todas as bênçãos, com certeza esta é uma das que foram escritas no meu “Livro da Vida”. Aos meus pais, Vasco e Ilda, por tudo, principalmente ao meu pai, meu exemplo de vida. Ao meu orientador, professor Dr. Edison Simoni da Silva, por compartilhar seu conhecimento e pelo apoio.

AGRADECIMENTOS

À Deus e ao nosso Senhor Jesus Cristo por tudo e sempre. Naquele longínquo dia tenho certeza que estavam presentes e zelando por mim e esta foi uma das bênçãos que me fariam merecedora ao longo da minha vida.

Aos meus pais, Vasco e Ilda, pela retidão em minha educação me tornando uma pessoa determinada na busca por meus objetivos, mas prioritariamente honesta em minhas atitudes e escolhas.

Ao meu orientador, professor Dr. Edison Simoni da Silva, pelo conhecimento compartilhado, pela paciência e principalmente por ter tornado uma tarefa extremamente difícil e desafiadora, que é elaborar uma dissertação, tão estimulante e prazerosa como foi.

Aos membros da banca, professores Drs. Eduardo Kayo e Alexandre Di Micelli pelo tempo dedicado ao meu projeto e principalmente pelas valiosas contribuições que certamente diferenciaram este trabalho.

A todo o corpo docente do Mestrado e que tive a satisfação de ser aluna, aprendi demais e com certeza levarei esta experiência para sempre em minha vida. Em especial ao professor André Saito pelo auxílio na fase antecessora ao início deste trabalho.

RESUMO

O estudo da Governança Corporativa tem sido realizado predominantemente com base na Teoria da Firma. Contudo, a literatura tem indicado ser necessário a inclusão de uma nova abordagem, a comportamental, tornando a análise completa e colaborando mais efetivamente para que as empresas sejam mais sustentáveis, mais éticas, mais transparentes, e por conseguinte alcancem melhores desempenhos e contribuam positivamente para a sociedade. Esta dissertação se insere neste contexto, estuda o seu principal mecanismo, o conselho de administração, sob a perspectiva comportamental; análise da diversidade representada pelas dimensões: idade, formação acadêmica, gênero e cultural (em termos de nacionalidade). O objetivo é investigar a relação entre a diversidade no conselho e o valor de mercado das empresas, medido pelo Q de Tobin. A análise dos impactos da diversidade no desempenho será realizada por dois modelos: i) índice de diversidade (composto pelas quatro dimensões mencionadas), e ii) as dimensões como variáveis isoladas. A amostra é composta por noventa empresas listadas na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto, como as mais líquidas com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Os dados são secundários e os períodos de análise os anos de 2012 e 2013. O estudo é de natureza quantitativa utilizando-se de Modelo de Regressão Linear Múltipla estimada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Não se obteve significância estatística de forma consistente nas regressões realizadas, motivo pelo qual não é possível ser conclusivo acerca da hipótese de que uma maior diversidade leva a um maior valor de mercado das empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Conselho de Administração. Diversidade. Valor de Mercado.

ABSTRACT

Research about Corporate Governance has been mainly based on the Firm theory. However, the literature has appointed the need for including a new approach in this context: the behavioral one, making the analysis more complete, and being more effective, for companies to be more sustainable, ethical and clear. Therefore, they can reach better results, as well as contribute positively for society. In this situation, this research was made. The main tool of Governance was studied in this work: the Board of Directors, under the behavioral perspective: the analysis of diversity, through the following dimensions: age, academic degree, genre and culture (concerning nationality). The aim was to investigate the relationship between the diversity in the Board and the Market value of companies, by means of Tobin's Q. The analysis of the diversity impacts in performance was made through two models: i) diversity index (composed of the four dimensions mentioned before), and ii) dimensions as isolated variables. The sample was composed of 90 companies listed in the 2012 edition of *Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto*, as the ones with more liquidity traded in *BM&FBOVESPA*. The data are secondary, and the analysis considered 2012 and 2013. This was a quantitative study, through the Multiple Linear Regression Model, estimated by the Ordinary Least Square Method (OLS). The statistic results were not consistently significant for the regressions. So, it was not possible to reach the hypothetical conclusion that a bigger diversity could lead to a bigger Market value for companies.

Key-words: Corporate Governance. Corporate Boards. Diversity. Firm Value.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Histograma, Valores da Variável Div CA (Blau) e Observações, 2012	86
GRÁFICO 2- Dispersão, Variável Div CA (Blau), 2012	86
GRÁFICO 3- Histograma Índice de Blau Variável Gênero, 2012.....	87
GRÁFICO 4 - Dispersão, Variável Gênero, 2012.....	88
GRÁFICO 5 - Histograma, Variável Cultural, 2012	89
GRÁFICO 6 - Dispersão Variável Cultural – 2012.....	89
GRÁFICO 7 - Histograma, Variável Formação Acadêmica Blau, 2012.....	90
GRÁFICO 8 - Dispersão Variável Formação Acadêmica Blau - 2012.....	91
GRÁFICO 9 - Histograma, Variável Idade - 2012.....	91
GRÁFICO 10- Dispersão, Variável Idade – 2012.....	92

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Estrutura do Trabalho: Questão da Pesquisa, Hipóteses, Objetivos e Capítulos	21
QUADRO 2 - Comparação entre os Principais Sistemas de Governança Corporativa Vigentes no Mundo: Acionistas como Insiders Vs. Acionistas como Outsiders	28
QUADRO 3 - Critérios Específicos Relativos ao Conselho De Administração dos Segmentos Especiais de Listagem da BM&FBOVESPA.....	37
QUADRO 4 – Estudos Empíricos Sobre Governança Corporativa e Valor.....	58
QUADRO 5 - Estudos Empíricos Relacionando Diversidade e Desempenho.....	62
QUADRO 6 - Procedimentos para o Cômputo das Variáveis de Diversidade do Conselho	69
QUADRO 7 - Resumo das Variáveis Analisadas.....	74
QUADRO 8- Resumo das Regressões.....	80
QUADRO 9 - Resumo dos Resultados, Hipóteses Vs. Evidências	118

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Número de Empresas – Segmentos	32
TABELA 2 - Proporção de Mulheres em Cargos Executivos-Sênior no Brasil (1997-2012).....	46
TABELA 3 - Comparação entre a Proporção de Mulheres em Posições Gerenciais Sênior em 2012 e no Período de 1997 a 2012	47
TABELA 4 - Estatísticas Descritivas	83
TABELA 5 - Dados do Conselho – Natureza, Dualidade e Tamanho	93
TABELA 6 Gênero dos Membros e Empresas com Mulheres no Conselho.....	95
TABELA 7 - Idade - Distribuição dos Conselheiros nas Categorias Utilizadas	96
TABELA 8- Nacionalidade dos Conselheiros	96
TABELA 9 - Formação Acadêmica	97
TABELA 10 - Correlações entre o Valor de Mercado e Variáveis Explicativas de Interesse.....	98
TABELA 11 - Resultados das Regressões: 2012, Variável Explicativa Índice de Diversidade	101
TABELA 12 - Resultados das Regressões: 2013; Variável Explicativa Índice de Diversidade	104
TABELA 13 - Resultado das Regressões: 2012; Variáveis Explicativas Gen, Form Acad Blau, Cult e Idad	107
TABELA 14- Regressões: 2013; Variáveis Explicativas Gen, Form Acad Blau, Cult e Idad.....	110
TABELA 15 - Resultado das Regressões, Sinal dos Coeficientes e Nível de Significância das Variáveis.....	113

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 SITUAÇÃO PROBLEMA	14
1.2 QUESTÃO DE PESQUISA	18
1.3 OBJETIVO	18
1.4 HIPÓTESES DA PESQUISA	18
1.5 INTRODUÇÃO AO MÉTODO DA PESQUISA	18
1.6 CONTRIBUIÇÕES	20
1.7 ESTRUTURA DO TRABALHO	20
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	22
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	22
2.1.1 INTRODUÇÃO	22
2.1.2 CONCEITO.....	24
2.1.3 MECANISMOS E BENEFÍCIOS	25
2.1.3.1 <i>Mecanismos</i>	25
2.1.3.2 <i>Benefícios</i>	27
2.1.4 MODELOS DE GOVERNANÇA NO MUNDO.....	28
2.1.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	30
2.1.5.1 <i>BM&FBOVESPA</i>	31
2.1.5.2 <i>Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)</i>	33
2.1.5.3 <i>Comissão de Valores Mobiliários (CVM)</i>	33
2.1.6 PERSPECTIVA COMPORTAMENTAL NO ESTUDO DA GOVERNANÇA.....	34
2.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	35
2.2.1 DEFINIÇÃO, FUNÇÕES E OBJETIVOS.....	35
2.2.2 QUALIFICAÇÕES DESEJÁVEIS DE UM CONSELHEIRO	38
2.2.3 INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	39
2.2.4 DIVERSIDADE E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	39
2.2.4.1 <i>Diversidade do conselho e valor</i>	41
2.2.4.1.1 Redução do conflito de interesses	48
2.2.4.1.2 Redução do problema de limitações técnicas individuais	49
2.2.4.1.3 Mitigação de vieses cognitivos.....	50
2.2.4.1.3.1 Otimismo e excesso de confiança.....	50
2.2.4.1.3.2 Groupthink.....	52

2.2.4.1.3.3 Efeito manada ou efeito cascata	53
2.2.4.1.3.4 Excesso de lealdade à autoridade	54
2.3 ESTUDOS ANTERIORES	56
2.3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR.....	56
2.3.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIVERSIDADE E VALOR	59
3 METODOLOGIA.....	65
3.1 DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS	65
3.1.1 VARIÁVEL DEPENDENTE (Y) – Q DE TOBIN	65
3.1.2 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS E DE CONTROLE.....	66
3.1.2.1 <i>Variáveis explicativas</i>	67
3.1.2.1.1 Diversidade do conselho de administração	67
3.1.2.2 <i>Variáveis de Controle</i>	70
3.1.2.2.1 Independência do conselho de administração	70
3.1.2.2.2 Tamanho do conselho de administração.....	70
3.1.2.2.3 Acúmulo das funções de presidente executivo e do conselho.....	71
3.1.2.2.4 Estrutura de propriedade e controle.....	71
3.1.2.2.5 Estrutura de capital	71
3.1.2.2.6 Liquidez	71
3.1.2.2.7 Índice de Payout	72
3.1.2.2.8 Rentabilidade da empresa.....	72
3.1.2.2.9 Oportunidades futuras de crescimento	72
3.1.2.2.10 Porte da empresa.....	72
3.1.2.2.11 Natureza da operação.....	72
3.1.2.2.12 Setor de atuação.....	72
3.1.2.2.13 Identidade do acionista controlador.....	73
3.1.2.2.14 Emissão de ADRs.....	73
3.1.2.2.15 Adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa.....	74
3.1.2.3 <i>Resumo das variáveis</i>	74
3.2 AMOSTRA E PERÍODO.....	77
3.3 FONTE DOS DADOS	78
3.4 MODELO CONCEITUAL	78
3.5 ESPECIFICAÇÕES DAS REGRESSÕES	79
3.6 ETAPAS	80

3.7 LIMITAÇÕES DO MODELO	80
3.7.1 ENDOGENEIDADE	80
3.7.2 CAUSALIDADE REVERSA	81
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	82
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	82
4.1.1 ANÁLISE GERAL	82
4.1.2 ANÁLISES COMPLEMENTARES – VARIÁVEIS RELACIONADAS AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	92
4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÕES	97
4.3 ANÁLISES DAS REGRESSÕES	99
4.3.1 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	100
4.3.1.1 <i>Modelo A: índice de diversidade</i>	100
4.3.1.2 <i>Modelo B: gênero, formação acadêmica, cultural e idade</i>	106
4.3.2 RESUMO DOS RESULTADOS	112
4.3.2 HIPÓTESES VS EVIDÊNCIAS	118
5 CONCLUSÃO.....	119
REFERÊNCIAS	121
ANEXO A – COMPARATIVO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA.....	128
ANEXO B – MATRIZ DE CORRELAÇÕES – VARIÁVEIS DE CONTROLE - PERÍODO 2012.....	130
ANEXO C – MATRIZ DE CORRELAÇÕES – VARIÁVEIS DE CONTROLE - PERÍODO 2013.....	131
ANEXO D – RESULTADOS DAS REGRESSÕES – 2012.....	132
ANEXO E – RESULTADOS DAS REGRESSÕES – 2013	142

1 INTRODUÇÃO

1.1 SITUAÇÃO PROBLEMA

A abordagem tradicional de estudo da governança corporativa, cuja principal referência é a Teoria da Firma, tem sido questionada pela literatura. Isso porque se considera que essa visão não é suficiente para abordar um assunto complexo, por se reduzir a apenas um conjunto de incentivos e mecanismos de controle que induzem os representantes (gestores) a tomarem decisões que atendam aos interesses dos representados (acionistas/ proprietários).

Para uma interpretação mais abrangente do exposto, é preciso remeter-se ao próprio contexto de desenvolvimento do tema, isto é, sua origem. O surgimento dessa teoria é considerado um marco referencial para a governança. Essa teoria, apresentada em 1976 por Jensen e Meckling (1976), como ponto focal a discussão sobre a separação entre a propriedade e a gestão das empresas, em que o poder decisório é delegado a terceiros (representantes), que vão exercê-lo em nome dos representados (acionistas/ proprietários).

Na construção dessa teoria, o principal conceito de referência foi o “conflito de agência”, que pode ocorrer nas organizações em duas dimensões: (i) envolvendo administradores e acionistas: as decisões desses gestores não serem as que maximizariam o valor da companhia, mas sim escolhidas com base em critérios e interesses pessoais; e (ii) envolvendo os acionistas minoritários e os majoritários, esses últimos, pela atuação mais direta no processo decisório, optarem por cursos de ação que não as que beneficiariam também os minoritários. Devido a esses potenciais problemas nas empresas, é necessário criar um sistema com mecanismos que possa inibir sua ocorrência, surgindo, assim, a governança corporativa.

Em razão de sua grande amplitude e contribuição interdisciplinar em diversas áreas, como Direito, Economia, Contabilidade e Administração de Empresas, há vários conceitos de governança disponíveis na literatura. No contexto desta pesquisa, utiliza-se o de Silveira (2010). Optou-se por tal definição pela aderência à pesquisa desenvolvida e por considerar que é o mais completo dentre os analisados na literatura. Sobre isso, o autor relata que governança:

É um conjunto de mecanismos (internos ou externos, de incentivo ou controle) que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo do negócio. Os mecanismos de governança devem estar presentes em qualquer companhia em função da existência de três potenciais problemas nas cúpulas das empresas: conflito de interesses, limitações técnicas individuais e vieses cognitivos. (SILVEIRA, 2010, p. 2)

Como pode ser observado, seguindo o objetivo da Administração Financeira de maximização do valor da organização, a governança busca contribuir para esse fim, pelos potenciais benefícios que esse sistema gera às empresas que adotam suas boas práticas. Dentre eles, a pesquisa acadêmica aponta a maior facilidade para captação de recursos, a redução do custo de capital (FERREIRA et al., 2013; IBGC, 2009; MAIA; VASCONCELOS; LUCA, 2013; PROCIANOY; VERDI, 2009; SILVEIRA, 2010) e o aprimoramento do processo decisório (SILVEIRA, 2010).

Com base nessa premissa de que atributos de governança impactam positivamente o desempenho das organizações, diversos estudos empíricos têm sido desenvolvidos, buscando encontrar evidências que possam corroborar tal hipótese.

Ainda quanto aos potenciais benefícios da governança, não são restritos unicamente às empresas, e sim se expandem aos países onde executam suas operações, pela sua relação direta com o mercado de capitais; e por serem desenvolvidos e sustentáveis, contribuem significativamente para a prosperidade econômica das nações. (FERREIRA et al., 2013; SILVEIRA, 2010).

Quanto à evolução do tema, sua importância foi acentuada com a ocorrência de inúmeros escândalos corporativos, envolvendo, diretamente, problemas de governança que geraram perdas gigantescas e instabilidade nos mercados financeiros, a nível mundial. Nesse cenário, ilustram-se os números apontados por Silveira (2013): estima-se que a perda total para os acionistas, considerando os 23 maiores escândalos associados a problemas de governança, ocorridos na primeira década do século XXI, atinjam um montante de 751 bilhões de dólares.

Por sua relevância para o mercado de capitais, há atuação direta de órgãos governamentais legislando sobre o tema. Ademais, a participação de órgãos privados, com atuação relevante para consolidar normas e regras de boas práticas de governança. Nos Estados Unidos, destaca-se a *New York Stock Exchange* (NYSE), e no Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

(IBGC).

Dentre as iniciativas mais importantes dos órgãos brasileiros, está a criação: (i) do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa pelo IBGC, atualmente na 4ª versão, e (ii) dos segmentos especiais de listagem pela BM&FBOVESPA. Dados do dia 30 de junho de 2015 mostram que, das 439 empresas registradas, 183 pertenciam aos níveis de maior exigência, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Desse modo, demonstra-se a relevância dada ao tema, uma vez que a adesão é voluntária e com critérios sempre superiores aos exigidos pela lei. (BM&FBOVESPA, 2015)

Como exposto, a governança atravessa as fronteiras das organizações, abrangendo a instância governamental, pela atuação legislativa, e a sociedade em geral, por meio de órgãos privados atuantes diretamente no tema, os próprios investidores e outros componentes do mercado de capitais. Esse fato corrobora ainda mais sua importância no cenário corporativo.

Visto que foram apresentados o conceito, os benefícios, a importância e a conexão com a Teoria da Firma, remete-se novamente ao que foi apontado no primeiro parágrafo deste capítulo; ou seja, o questionamento da literatura sobre o estudo da governança ter como referência única os preceitos dessa teoria. Nesse sentido, a pesquisa acadêmica tem mostrado ser necessária a inclusão de uma nova perspectiva de análise, a comportamental, que seria complementar à Teoria da Firma. Isso porque seus preceitos continuam importantes, mas não suficientes. Destarte, ao combinar as duas abordagens, os *stakeholders* esperam que as organizações sejam bem governadas. (SILVEIRA, 2013).

Por meio do exposto, chega-se ao contexto em que está inserida a questão de pesquisa desta dissertação, que versa sobre o estudo do conselho de administração, principal mecanismo interno da governança, dentro dessa nova perspectiva - a comportamental. Neste trabalho, é representada pela diversidade, baseando-se em quatro dimensões: idade, formação acadêmica, gênero e cultural (em termos de nacionalidade).

A literatura tem apontado os potenciais benefícios da diversidade no conselho. Em linhas gerais, estão relacionados ao aprimoramento do processo decisório, por contribuir para a redução do conflito de interesses (aumento da independência), pela redução do problema de limitações técnicas individuais (por promover novas perspectivas e pontos de vista) e por mitigar problemas de vieses cognitivos, como o otimismo, e excesso de confiança, *groupthink*, o efeito manada ou cascata e o excesso de lealdade à autoridade.

Adicionalmente, tal importância é corroborada pelo mercado, pelos órgãos

reguladores e de referência no tema. Esses órgãos indicam ser um fator relevante e necessário para que possam reunir competências necessárias para exercer as funções que lhe são atribuídas e atingir seus objetivos.

Nesse cenário, Silva (2014) destaca o estabelecimento em 2009, com efeitos para 2010, pela SEC, *Securities and Exchange Commission*, dos EUA, de uma nova exigência de informação a ser divulgada pelas empresas, a consideração sobre a **diversidade na seleção dos conselheiros**. (grifo nosso)

Complementarmente, ressalta-se que essa decisão teve origem em um processo de consulta à sociedade, que envolveu diferentes organizações, dentre elas, investidores institucionais e consultorias, que se manifestaram favoravelmente sobre tal inclusão, argumentando que tais informações eram importantes para os investidores. Como possíveis benefícios, foram citados: o **aumento da independência do conselho**, pelo fato de que os conselheiros selecionados possivelmente teriam **menos laços pré-existent**s com os membros da diretoria e com outros membros do próprio órgão, e **a melhora do processo decisório, em função de mais pontos de vista** (UNITED STATES OF AMERICA, 2009, grifo nosso).

Quanto ao Brasil, o IBGC (2009, p, 32) segue esse parecer, recomendando a composição de um conselho de administração diversificado: “deve-se buscar diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento para que o órgão reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições. ”

Ademais, especificamente para a diversidade de gênero, destaca-se a atuação legislativa, visando a elevar o número de mulheres nos conselhos das empresas, com leis aprovadas e vigentes em diversos países, como a Noruega, Espanha e Holanda.

Com iniciativa similar no Brasil, está em tramitação o Projeto de Lei do Senado nº 112, de 2010 (BRASIL, 2010), que propõe o aumento da participação de representantes femininas nos conselhos das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas da União, direta ou indiretamente, que detenham a maioria do capital social com direito a voto. O percentual mínimo a ser atingido até 2022 é de 40%, de forma gradual: 10% até 2016, 20% até 2018 e 30% até 2020.

Com base no que foi apresentado ao longo de toda a seção, neste trabalho, por meio de pesquisa empírica, estuda-se a relação entre a diversidade no conselho de administração e o valor de mercado das empresas. Isso com vistas a buscar encontrar evidências que possam corroborar o apontado pela literatura e por órgãos reguladores e de referência, e pela

sociedade em geral, sobre os benefícios da diversidade para o desempenho das organizações.

1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Neste estudo, objetivou-se a responder à seguinte pergunta: **Há evidências empíricas de que o valor de mercado é impactado pela diversidade no conselho de administração?**

A premissa adotada para a formulação está na relação estabelecida pela literatura acadêmica, corroborada por órgãos reguladores e de referência do tema e pela sociedade em geral: a diversidade, nesse principal órgão interno de governança corporativa, potencialmente, gera benefícios ao processo decisório, influenciando positivamente o valor de mercado das empresas.

1.3 OBJETIVO

Ao considerar a questão de pesquisa, definida na seção anterior, objetivou-se a:

- Estudar a relação entre a diversidade no conselho de administração e o valor de mercado das empresas, em uma amostra composta por 90 empresas listadas na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto, como as mais líquidas com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

1.4 HIPÓTESES DA PESQUISA

Com base na questão de pesquisa, as seguintes hipóteses foram formuladas:

H_0 (hipótese nula): A diversidade no conselho de administração não impacta o valor de mercado das empresas;

H_1 (hipótese alternativa): A diversidade no conselho de administração impacta, de forma positiva, o valor de mercado das empresas.

1.5 INTRODUÇÃO AO MÉTODO DA PESQUISA

Para responder à questão de pesquisa, a investigação empírica foi conduzida por abordagem econométrica, especificamente, por regressão linear múltipla, pelo método dos

mínimos quadrados ordinários (MQO). O objetivo foi testar a existência de relações estatísticas entre as variáveis relacionadas e verificar alterações na variável dependente, provocadas pelo comportamento das variáveis independentes.

A escolha das variáveis (dependente, explicativas e de controle), componentes do modelo, teve como referência pesquisas empíricas, que relacionaram desempenho e atributos de governança corporativa. A variável dependente (y) foi representada pelo indicador Q de Tobin, *proxy* para o valor de mercado. A principal variável explicativa de interesse foi a diversidade (composta pelas dimensões formação acadêmica, idade, gênero e cultural), mas a análise foi controlada por outras variáveis, com base na literatura.

Ao considerar que a diversidade é o ponto focal do trabalho, ela foi analisada por dois modelos diferentes de regressão: a) representada por um índice, calculado com base nas dimensões citadas acima, e b) as dimensões foram consideradas isoladamente na abordagem econométrica, para captar o eventual efeito de cada uma na variável dependente, valor de mercado.

A amostra foi inicialmente formada pelas 99 empresas listadas na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa da revista Capital Aberto, como sendo as mais líquidas da BM&FBOVESPA. Devido à insuficiência de dados, para o cômputo de algumas variáveis de controle, nove foram excluídas da base de dados, compondo uma amostra final com 90 observações.

Ao partir da premissa de que as decisões do conselho não resultam em efeitos imediatos, além de 2012, 2013 também foi estudado. Assim, na base de dados, apenas os valores das variáveis financeiras foram atualizados, mantendo como *proxy* as demais variáveis calculadas/obtidas para o período de 2012.

Os dados são de natureza secundária e foram coletados: (i) na base da Consultoria Económica®, (ii) na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto, e (iii) nas Atas das Assembleias e Formulário de Referência (consulta no site da CVM - Comissão de Valores Mobiliários).

Nos casos em que a formação acadêmica do conselheiro não foi identificada nas fontes (ii) e (iii), citadas, foram consultados: o site da própria empresa, links relação com investidores, governança corporativa e conselho de administração, outras edições do referido Anuário (2013, 2011 e 2012), e ocasionalmente, Atas da Assembleia de outras organizações em que o conselheiro tenha exercido/exerce tal função.

Em linhas gerais, as limitações da pesquisa são: o tamanho da amostra, considerada pequena, o período (apenas dois anos estão sendo estudados) e as relacionadas a problemas econométricos, especificamente, a endogeneidade e a causalidade reversa.

1.6 CONTRIBUIÇÕES

Por se tratar de tema mais recentemente explorado no cenário acadêmico, o número de estudos que analisam a questão de pesquisa desta dissertação é pequeno e ainda mais restrito, se considerado somente o contexto brasileiro, apenas o trabalho de Fraga e Silva (2012) foi identificado. Em relação a este trabalho, esta pesquisa, em linhas gerais, diferencia-se em questões metodológicas: critérios para a composição da amostra, período, conjunto de variáveis utilizadas no modelo econométrico e número de especificações de regressões aplicadas.

Dessa forma, por meio desta pesquisa, espera-se contribuir com o estudo empírico sobre a relação entre diversidade no conselho de administração e valor de mercado das empresas. E, por conseguinte, com a evolução da governança corporativa, tema relevante para as organizações, mercado de capitais e sociedade em geral.

1.7 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este estudo está estruturado como se segue:

- a) Introdução: contempla a situação problema, a questão de pesquisa, as hipóteses e os objetivos. Apresenta uma introdução ao método de pesquisa, as contribuições, a estrutura do trabalho e, em linhas gerais, o que será abordado nos demais capítulos;
- b) Fundamentação teórica: estruturada de acordo com a questão de pesquisa, englobando três itens principais: i) governança corporativa, ii) conselho de administração e diversidade e iii) estudos já realizados envolvendo questões de pesquisa parecidas;
- c) Metodologia: relaciona a abordagem econométrica utilizada, as variáveis e os respectivos procedimentos de cálculo, o modelo conceitual de regressão e as especificações aplicadas, a amostra, o período, a fonte dos dados, as etapas e as limitações do modelo econométrico;

- d) Resultados da pesquisa empírica: inclui estatísticas descritivas gerais e análises complementares de variáveis, relacionadas diretamente ao conselho de administração e à diversidade (foco do estudo), análises das correlações, apresentação e análise dos resultados das regressões e um resumo dos resultados, comparando com as hipóteses formuladas;
- e) Conclusão: apresenta algumas considerações gerais, as limitações da pesquisa, sugestões para desdobramentos e as referências;
- f) Finalizada a apresentação da estrutura do trabalho, encerra-se este capítulo inicial com a apresentação do Quadro 1, adiante, que resume a estrutura do trabalho:

QUADRO 1 - ESTRUTURA DO TRABALHO: QUESTÃO DA PESQUISA, HIPÓTESES, OBJETIVOS E CAPÍTULOS

Questão da Pesquisa	
Há evidências empíricas de que o valor de mercado é impactado pela diversidade no conselho de administração?	
Hipóteses	
H ₀ (hipótese nula): A diversidade no conselho de administração não impacta o valor de mercado das empresas.	
H ₁ (hipótese alternativa): A diversidade no conselho de administração impacta de forma positiva o valor de mercado das empresas.	
Objetivo Geral	Capítulos
Estudar a relação entre a diversidade no conselho de administração e valor de mercado das empresas, em uma amostra composta pelas 90 (noventa) empresas listadas na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto, como as mais líquidas com ações negociadas na BM&FBOVESPA.	2
	3
	4

Fonte: Da autora.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Conforme a questão de pesquisa, a fundamentação teórica tem três tópicos principais. No primeiro, item 2.1, estuda-se a Governança Corporativa, incluindo conceito, mecanismos, benefícios, modelos no mundo, aspectos específicos inerentes ao cenário brasileiro e a perspectiva atual da literatura, referente à inclusão da abordagem comportamental para o estudo do tema, em complemento à tradicional baseada nas premissas da Teoria da Firma.

O próximo item 2.2, destina-se ao estudo do conselho de administração, contemplando: definição, funções, objetivos, qualificações desejáveis de um conselheiro, independência do órgão e, por fim, a diversidade. Inclui o apontado pela literatura e por órgãos reguladores dos potenciais benefícios, para esse que é o principal órgão interno de governança; em linhas gerais, relacionado ao processo decisório e, por conseguinte, à organização.

Por fim, no item 2.3, listam-se estudos anteriores, abordando questões similares. A estrutura contempla dois itens: (i) trabalhos sobre governança corporativa e valor, e (ii) pesquisas que relacionam conselho de administração, diversidade e valor.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1.1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa é de “grande amplitude pela sua inserção e contribuição interdisciplinar em diversas áreas, tais como: Direito, Economia, Contabilidade e Administração de Empresas”. (LOPES; BERNARDES; LARA, 2009, p. 27). Ao focar nesse último campo do conhecimento, o tema está associado a diversos setores: estratégia, recursos humanos, sustentabilidade, finanças, entre outros. A inserção e a ênfase de cada um no modelo de governança da organização depende dos objetivos corporativos que se pretende alcançar.

Nessa perspectiva, Bertucci, Bernardes e Brandão (2006, p. 183) citam a existência de quatro modelos de governança, com focos específicos: “1) Financeiro, no retorno financeiro dos investidores; 2) Públicos relevantes (*stakeholders*), na responsabilidade social; 3) Político, na questão institucional; 4) Procuradoria, no poder dos gestores de gerarem valores tangíveis e intangíveis”.

Para atingir seus propósitos, cada um enfatiza, de forma mais acentuada, algumas características de governança, mas sem descartar variáveis dos demais. Logo, infere-se que cada modelo possui uma diretriz básica, que é a referência para o estabelecimento de suas principais políticas e, complementarmente, pode receber contribuições específicas dos demais modelos.

Ao considerar o exposto e o objetivo deste trabalho, cabe salientar que o modelo de governança escolhido para referencial desta pesquisa é o Financeiro, pois o foco é na Administração Financeira, cuja base é a Teoria da Firma (a qual estabelece que o objetivo da organização é a maximização da riqueza do acionista).

Em relação ao histórico de estudo do tema, o início pode ser considerado recente, porém, questões relacionadas ao problema de governança nas organizações são objeto de atenção há muito tempo. Nessa esteira, cita-se como marco temporal o ano de 1776, em que Adam Smith já externava sua preocupação com a forma com que as empresas eram constituídas. Ele as criticava, pois, nesse sistema, as pessoas entregavam seu dinheiro para ser gerenciado por terceiros. Esse questionamento, futuramente, deu origem a uma teoria considerada a principal propulsora do estudo da Governança Corporativa, a Teoria da Firma, apresentada por Jensen e Meckling em 1976. (FERREIRA et al., 2013).

O ponto focal dessa teoria está na discussão sobre a separação entre a propriedade e a gestão das empresas onde o poder decisório é delegado a terceiros, que o exercem em nome dos acionistas (proprietários).

Um conceito que foi referência em sua construção é o conflito de agência, podendo ocorrer em duas dimensões, envolvendo: (i) administradores e acionistas, em que suas decisões não sejam as que maximizariam o valor da organização, mas sim aquelas escolhidas com base em critérios e interesses pessoais; e (ii) os acionistas minoritários e majoritários. Esses últimos, por sua atuação mais direta no processo decisório, podem optar por cursos de ação que não aqueles que beneficiem também os minoritários.

Assim, devido a desses potenciais problemas, é necessária a criação e implantação de mecanismos que inibam sua ocorrência, surgindo então a governança corporativa.

Com base nas exposições anteriores, a relação entre a Governança e Teoria da Firma está inserida da seguinte forma: por meio de mecanismos de governança, busca-se mitigar a ocorrência de conflitos de interesses, base da Teoria da Firma, contribuindo com o propósito de maximizar a riqueza do acionista, que é o objetivo da Administração Financeira.

A Teoria da Firma é considerada um marco referencial para o modelo financeiro de governança. Desde então, o tema tem sido objeto de estudos acadêmicos e de debates no ambiente empresarial e governamental. Entretanto, apenas recentemente, a ênfase se tornou maior e mais acentuada, em decorrência de diversos escândalos envolvendo gigantes multinacionais, os quais geraram expressivas perdas para os mercados de capitais do mundo todo e, conseqüentemente, para os *stakeholders*, principalmente acionistas.

Nesse contexto, o trabalho de Silveira (2013) aponta o montante de 751 bilhões de dólares como a perda total estimada para os acionistas, considerando os 23 maiores escândalos associados a problemas de governança ocorridos na primeira década do século XXI.

Entre esses, destaca-se um caso emblemático e de significativa repercussão mundial, o da Enron. Isso causou grande instabilidade no mercado de capitais a nível global e prejuízos gigantes em todo o sistema. Nesse caso, os seguintes problemas foram apontados: não cumprimento ao código de ética da organização, alocação de pessoas inadequadas como seus principais executivos, deficiências nos sistemas de controle interno e em seus relatórios contábeis (incluindo fraudes).

A ocorrência desses escândalos evidenciou ainda mais a necessidade de maior transparência pelas empresas. Desse modo, a Governança torna-se primordial, considerando que um de seus pilares é a transparência. Além disso, seus benefícios não se limitam apenas às organizações, mas também aos países, já que as boas práticas são uma forma de proteger os mercados de capitais, essenciais para o desenvolvimento econômico das nações.

2.1.2 CONCEITO

Segundo Caixe e Krauter (2014), não existe uma definição literal de Governança Corporativa. Em linha, Silveira (2010) relata que essa tarefa não é fácil. O autor menciona a existência de inúmeras definições, sejam em pesquisas acadêmicas, agentes de mercado, organismos internacionais e códigos de boas práticas, listando 15 conceitos diferentes identificadas nessas fontes.

Dentro do exposto, seguem algumas definições, iniciando por Silveira (2010, p.2), que relata que:

É um conjunto de mecanismos (internos ou externos, de incentivo ou controle) que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a

finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo do negócio. Os mecanismos de governança devem estar presentes em qualquer companhia em função da existência de três potenciais problemas nas cúpulas das empresas: conflito de interesses, limitações técnicas individuais e vieses cognitivos.

Ao analisar essa citação, pode-se dizer que a conceituação é baseada em três pilares/dimensões: o porquê de sua existência (potenciais problemas na cúpula das organizações), seu objetivo (maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo do negócio), e como atingi-lo (mitigar os potenciais problemas: por meio de um conjunto de mecanismos).

Ao prosseguir na análise, expõe-se uma segunda definição sobre governança: é o “conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento.” (SILVEIRA; BARROS, 2008, p.2).

Como terceiro e último conceito, apresenta-se o do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), órgão privado de referência no tema, apresentado detalhadamente no item 2.3.5:

O sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade. (IBGC, 2009, p. 19)

2.1.3 MECANISMOS E BENEFÍCIOS

Para dar continuidade ao estudo da governança, estruturando os tópicos que seriam desenvolvidos e respectivas análises, optou-se por utilizar como base para esta dissertação a primeira definição, ou seja, a de Silveira (2010).

2.1.3.1 Mecanismos

O primeiro ponto a ser discutido são os mecanismos internos e externos, componentes do sistema:

- a) internos: fazem parte da própria organização. Compete aos acionistas e à administração, respeitados os requisitos legais, tomar decisões sobre esses mecanismos. Segundo Silveira (2010), são: o conselho de administração, o sistema de remuneração e a concentração acionária e atuação de investidores;

- b) externos: fazem parte do macroambiente onde as organizações estão inseridas. De acordo com Silveira (2010), são proteção legal aos investidores, possibilidade de aquisição hostil, grau de competição no mercado de produtos, fiscalização dos agentes de mercado e estrutura de capital.

Ao considerar a relevância do tema, no mundo todo, organizações privadas e governamentais (itens i e ii acima mencionados) têm implementado/ sugerido mecanismos de governança para melhorar a gestão das empresas e, assim, proteger os acionistas, demais *stakeholders* e, por conseguinte, o mercado de capitais. Cita-se a nível governamental, nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), e, no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Na instância privada, a *New York Stock Exchange* (NYSE) e a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), todos com atuação destacada, no sentido de consolidar normas e regras para a prática da governança no mercado de capitais. (LOPES; BERNARDES; LARA, 2009).

A atuação desses órgãos/ instituições é de fundamental importância. Isso porque, para a governança atingir seus objetivos, é necessário um ambiente legal institucionalizado, com regras claras e coerentes, distinguindo as empresas com relação ao seu grau de comprometimento com o tema e, conseqüentemente, auxiliando investidores em sua tomada de decisão. (LOPES; BERNARDES, LARA, 2009).

Conforme já abordado, a governança é um tema global, inserido no contexto de todas as organizações. Todavia, não há um modelo único praticado em todos os países, considerando as particularidades relacionadas à economia, ao sistema legal e até mesmo as históricas. Nesse âmbito, destaca-se o papel legislativo, que, segundo o nível de proteção dada aos investidores, tem influência direta nos modelos e mecanismos de governança praticados pelas empresas atuantes nessas nações.

Complementarmente, dentro dessa perspectiva legal, cita-se que:

Embora a legislação seja utilizada para dividir os países em dois grupos, os de maior e os de menor proteção ao investidor de acordo com as leis que são adotadas, isto necessariamente não significa ser o único fator que possa caracterizar o modelo de governança das organizações estabelecidas nestas nações, aquelas caracterizadas como de forte proteção ao investidor teriam apenas empresas com alta qualidade de governança e, no sentido contrário, nos países com mecanismos fracos de proteção ao investidor teriam somente organizações com modelos de governança não tão eficientes. (KLAPPER; LOVE, 2004, p.704-705, tradução nossa).

Como mencionado, não há um modelo de governança único praticado globalmente. Além disso, dentro do mesmo país, há diferenças nos sistemas adotados pelas empresas, já que esses também são influenciados por características internas da própria companhia, como, por exemplo, especificidades do mercado em que atua e operacionais. (SILVEIRA; BARROS, 2008).

Diante do apresentado, pode-se dizer que o modelo de governança de cada organização é reflexo de um cenário macro (legislação – proteção legal e concorrência) e micro (a própria empresa e suas características).

2.1.3.2 Benefícios

Os potenciais benefícios gerados para as empresas que adotam boas práticas de governança são apontados pela literatura e por órgãos de mercado, os quais são apresentados neste item do estudo.

Silveira (2010) destaca a existência de dois grupos de benefícios: (i) internos, relacionados ao aprimoramento do processo decisório na alta gestão, e (ii) externos, associados à maior facilidade na captação de recursos e à redução do custo de capital.

O IBGC (2009, p.19) destaca que as boas práticas “convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”.

Maia, Vasconcelos e Lucas (2013, p.44) também citam a provável redução do custo de capital, “em função da diminuição da assimetria de informação existente entre a empresa e os agentes envolvidos, pelo fato da exigência em se prestar informações de qualidade, o que reduz as incertezas dos investidores no processo de avaliação e risco”.

Adicionalmente, e como já mencionado, os benefícios não se restringem apenas às organizações, mas também se estendem ao mercado de capitais. Por consequência, aos países, ressaltando-se ainda mais a importância da governança. Nesse sentido, Silveira (2010, p. 9) aponta que:

Ambientes com empresas bem governadas seriam consideradas mais confiáveis pelos agentes poupadores (como investidores do mercado de capitais e instituições financeiras), recebendo maior oferta de recursos locais e internacionais. O resultado seria empresas mais competitivas e mercados financeiros desenvolvidos, proporcionando mais investimentos e maior desenvolvimento econômico.

2.1.4 MODELOS DE GOVERNANÇA NO MUNDO

A literatura contempla modelos de governança praticados no mundo. Neste tópico, serão ilustrados dois trabalhos: Silveira (2010) e Pontes et al. (2012).

Silveira (2010), assumindo como premissa ser quase impossível detalhar todos os modelos de governança vigentes globalmente, adota uma metodologia simplificada para análise, dividindo os sistemas de governança dos mercados mais desenvolvidos (esses são referência aos demais países) em duas categorias e conforme a atuação dos acionistas na organização:

- a) acionistas no papel de *outsiders*: não têm um relacionamento próximo à alta-gestão e não participam da gestão diária, limitando-se ao recebimento de informações e dividendos. É vigente principalmente nos países anglo-saxões, notoriamente, Estados Unidos e Reino Unido;
- b) acionistas no papel de *insiders*: mais relacionados aos de maior porte, atuam na gestão diária da organização. Usualmente, participam da diretoria executiva ou do conselho de administração. É vigente na Europa Ocidental.

Por fim, e de forma complementar, o autor cita a existência de um sistema híbrido, adotado no Japão. As principais diferenças entre os dois modelos estão listadas no Quadro 2, a seguir:

QUADRO 2 - COMPARAÇÃO ENTRE OS PRINCIPAIS SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA VIGENTES NO MUNDO: ACIONISTAS COMO INSIDERS VS. ACIONISTAS COMO OUTSIDERS

Sistema de Governança	Acionistas como <i>outsiders</i> (Estados Unidos e Reino Unido)	Acionistas como <i>insiders</i> (Europa Continental)
Estrutura de propriedade das grandes companhias listadas em bolsa	Dispersa, com acionistas pulverizados e distantes do dia a dia das operações.	Mais concentrada, com bloco de controle definido atuando diretamente nas atividades da companhia.
Controle familiar nas grandes companhias	Raro	Comum
Estado como acionista relevante nas grandes companhias	Raro ⁵	Mais frequente

Continua

Conclusão

Sistema de Governança	Acionistas como <i>outsiders</i> (Estados Unidos e Reino Unido)	Acionistas como <i>insiders</i> (Europa Continental)
Diversificação das operações das companhias	Mais baixa, com empresas mais especializadas e menor presença de conglomerados empresariais diversificados.	Alta, com predomínio de grandes grupos/conglomerados empresariais, muitas vezes altamente diversificados.
Papel do mercado de ações no crescimento e financiamento das empresas	Muito importante	Menos importante, com maior participação do mercado de crédito via financiamentos bancários e governamentais.
Investidores institucionais	De grande porte e muito ativos	De menor porte e mais passivos
Mercado de aquisição hostile do controle	Ativo, com possibilidade real de aquisições hostis	Praticamente inexistente, com raras tentativas de aquisições não solicitadas.
Função-objetivo das companhias	Foco na maximização da riqueza para os acionistas (<i>shareholder oriented</i>)	Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros <i>stakeholders</i> não financeiros nas decisões empresariais, principalmente funcionários (<i>stakeholder oriented</i>).

⁵ A crise financeira de 2008 ocasionou uma situação atípica no ambiente anglo-saxão: a presença do Estado como acionista relevante de grandes companhias, particularmente instituições financeiras, seguradoras e, no caso norte americano, companhias de automóveis. Entretanto, estima-se que tal presença seja transitória, com retorno gradual das ações para investidores privados.

Fonte: Adaptado de Silveira (2010)

O segundo trabalho é o de Ponte et al. (2012), que cita a existência nos países de dois modelos básicos de Governança Corporativa. A principal característica que os diferencia é a estrutura de propriedade predominante nessas nações, conforme a seguir:

- a) modelo anglo-saxão: estrutura pulverizada (propriedade acionária dispersa). Um dos principais objetivos é garantir que as decisões da alta gestão estejam alinhadas com os interesses dos acionistas. Assim, o conflito de agência acontece entre administradores e acionistas;
- b) modelo nipo-germânico: estrutura mais concentrada e com a presença de grandes investidores, entre eles: bancos, instituições financeiras e grupos familiares. Desse modo, o principal conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e minoritários.

Mediante uma breve comparação entre as abordagens dos dois autores, infere-se que o modelo anglo-saxão pode ser entendido como o denominado por Silveira como acionistas como *outsiders* e o modelo nipo-germânico como acionistas como *insiders*.

2.1.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Como já mencionado, pela governança incluir componentes internos e externos, não há um cenário único que possa ser visualizado em todos os países, considerando que parte de suas diretrizes são reflexo de fatores históricos, políticos e econômicos de cada nação. Essa prerrogativa é válida para o Brasil, onde as características do macroambiente, relacionadas aos três fatores anteriormente expostos e particulares do país, influenciam o modelo adotado pelas organizações estabelecidas em seu território.

Quanto ao desenvolvimento do tema no país, comparando com outras nações consideradas de 1º mundo, pode ser considerado recente. Alguns fatores são apontados pela literatura como determinantes para a evolução do estudo e da divulgação de boas práticas: a abertura da economia, a privatização de empresas estatais, o aumento de investimentos diretos e indiretos no país, o desenvolvimento do mercado de capitais e a intensificação das negociações das ações de empresas brasileiras nas principais bolsas internacionais. (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006).

Conforme já citado, a relevância da governança para as organizações, o mercado de capitais e para os países tem sido, a cada dia, mais acentuada, gerando debates no meio corporativo e estudos acadêmicos no mundo todo. Esse cenário também se aplica ao Brasil.

Nessa perspectiva, enfatizando a produção acadêmica no país, Ribeiro et al. (2012), em estudo bibliométrico, analisaram programas *strictu sensu* do Brasil, no campo de Administração. Os autores listaram, de 1998 a 2009, 132 dissertações e teses que abordavam Governança Corporativa. Constataram um crescimento significativo no número de estudos a partir de 2003, visto que, de 123 pesquisas, aproximadamente 93%, foram publicadas a partir desse ano. Esse achado corrobora os fatores listados anteriormente como referências temporais, determinantes para a evolução do tema no país.

Ao focar o estudo nos modelos de governança praticados pelas organizações, uma das dimensões mais importantes para sua construção se refere à estrutura de propriedade, que tem suas particularidades em cada nação. O Brasil é caracterizado como um mercado de alta concentração acionária; logo, o principal conflito de agência que ocorre nas empresas é entre

os acionistas majoritários (acionistas controladores) e minoritários. Isso é contrário ao que acontece nos países onde há grande dispersão do capital em um número elevado de acionistas, cujo conflito de agência ocorre predominantemente entre minoritários e administradores. (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006).

Como já apresentado, além dos fatores internos, o modelo de governança das organizações é composto pelos externos. Destarte, sua evolução é diretamente associada às ações de órgãos governamentais, por meio de seu poder legislativo e iniciativas privadas e de órgãos de interesse, todos atuam visando a aprimorar os mecanismos, para proteger os acionistas minoritários, demais credores e, conseqüentemente, o mercado de capitais, cenário que ocorre mundialmente e em crescente evolução.

O Brasil segue esse movimento global, destacando-se a CVM na esfera governamental, e na instância privada, a BM&FBOVESPA e o IBGC. Essas entidades têm atuação relevante no trabalho de consolidar normas e regras para as boas práticas de governança no mercado de capitais. (LOPES; BERNARDES; LARA, 2009). Complementa-se, para o nível governamental, como fator importante para a implementação de boas práticas de governança no país, a reformulação da Lei das S.As. (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006).

As três instituições mencionadas são analisadas individualmente, a seguir.

2.1.5.1 BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA, corroborando que o tema é de suma relevância para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, criou, em 2000, segmentos especiais de práticas diferenciadas de Governança Corporativa. Trata-se de níveis com exigência crescente de requisitos/ critérios (denominados boas práticas de governança), com adesão voluntária pelas organizações.

Bertucci, Bernardes e Brandão (2006) afirmam que essa iniciativa é uma das mais importantes para o aprimoramento do tema no País. Em linha, Procianoy e Verdi (2009), Nardi e Hiroshi (2008) e Silva e Carmona (2011) destacam que a inserção desses segmentos visa a impulsionar o mercado de capitais, já que proporciona um ambiente de maior credibilidade, estimulando o interesse de investidores e a valorização das empresas que adotam boas práticas de governança.

Atualmente, esses segmentos são os descritos adiante, em ordem decrescente de exigências. Cada um tem um conjunto próprio de obrigadoriedades, sempre com graus mais elevados do que a legislação brasileira exige na Lei das S.As:

- a) Novo Mercado
- b) Nível 2
- c) Nível 1

Cabe ainda salientar que não estão sendo considerados os segmentos de acesso Bovespa Mais Nível 2 e Bovespa Mais. Por sua particularidade, de forma geral, não são incluídos nas pesquisas; na composição das amostras, são utilizados apenas os segmentos listados anteriormente.

Como já citado, pela adesão ser facultativa, nem todas as empresas registradas na BM&FBOVESPA estão alocadas nessas listagens. As não-optantes integram o segmento Tradicional, ou seja, cumprem apenas os requisitos legais relacionados ao tema.

A Tabela 1, a seguir, ilustra esses segmentos e o Tradicional, contemplando o número de empresas listadas e a porcentagem em relação ao total. Ao observar os dados, destaca-se que, mesmo sendo o de maior exigência, o Novo Mercado é o nível que possui o maior número de organizações aderentes, 133:

**TABELA 1 - NÚMERO DE EMPRESAS – SEGMENTOS
NOVO MERCADO, NÍVEL 2 E NÍVEL 1**

Segmento	Qtde	%
Novo Mercado	133	30,93
Nível 2	20	4,65
Nível 1	30	6,98
Tradicional	247	57,44
Total	430	100%

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2015).

Os critérios de cada segmento estão descritos no **Anexo A** (Comparativo dos Segmentos de Listagem de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA), que “foram fundamentados nos quatro pilares da Governança Corporativa os quais buscam: maior

transparência nas informações e demonstrações contábeis, equidade no tratamento dos investidos, conformidade legal e prestação de contas”. (NARDI; NAKAO, 2008, p. 87).

Por fim, complementa-se que a implementação e manutenção desses requisitos geram custos, e conforme equação base em administração financeira, “custo / benefício”, objetiva-se a um retorno. Segundo Rossoni e Machado-da-Silva (2013, p. 274), “como consequência, espera-se que organizações que aderiram a tais listagens tenham melhor desempenho, já que estão associadas diretamente a melhores práticas de governança corporativa”.

2.1.5.2 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)

O IBGC é uma organização privada e sem fins lucrativos, considerada a principal referência no Brasil para o desenvolvimento das melhores práticas de governança. O órgão tem atuação destacada e reconhecimento pelos componentes do mercado, contribuindo significativamente com a evolução do tema e, conseqüentemente, com as empresas e o mercado de capitais.

Seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa está na 4ª versão. Esse documento é acessível no site da instituição, no qual, entre outros itens, são listados os princípios básicos de Governança: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. (IBGC, 2009)

2.1.5.3 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

É um órgão governamental, integrante do mercado de capitais, com acentuada importância para a governança. Possui um documento exclusivo sobre o tema, disponível para consulta em seu site, que lista as recomendações relativas às boas práticas de governança. De acordo com a CVM (2002, p. 1), “a adoção de tais práticas comumente significa a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei, ou pela regulamentação da própria CVM”. Não é de caráter obrigatório; logo, não são passíveis de punição as empresas que não seguirem tais diretrizes.

Em suma, cabe salientar que o ciclo contínuo do estudo e a difusão de boas práticas, seja por meio dos órgãos governamentais ou privados, e a respectiva implementação pelas organizações, são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Ainda, cruciais para a competitividade internacional das empresas nacionais. (SILVEIRA, 2010).

2.1.6 PERSPECTIVA COMPORTAMENTAL NO ESTUDO DA GOVERNANÇA

Conforme a seção 2.3.1, a governança tem raízes na Teoria da Firma, a principal direcionadora de seus principais preceitos. Contudo, a literatura tem indicado que, embora importante, não pode ser a única referência para seu estudo. Ademais, enfatiza a necessidade de complementação com uma nova perspectiva, a comportamental, tornando a análise mais completa, contribuindo mais efetivamente para que as empresas alcancem melhores desempenhos.

Neste tópico, objetiva-se a apresentar esse cenário. Essa tarefa é relevante para este trabalho, visto que a diversidade, tema central da pesquisa, está inserida nessa nova abordagem de estudo da governança corporativa.

Nesse contexto, citam-se alguns trabalhos que relatam o exposto. Van Ees, Gabrielsson e Huse (2009) e Silveira (2013) mencionam que a pesquisa acadêmica da governança tem sido realizada, predominantemente, sob a perspectiva da Teoria da Firma.

Silveira (2013) critica essa forma convencional de estudo, por afirmar que reduz um assunto complexo unicamente a um conjunto de incentivos e mecanismos de controle, que façam com que o representante (gestores) atue em favor dos interesses do representado (acionista/ proprietário), mitigando, assim, o potencial problema de conflito de interesses. Com base apenas nessa dimensão, segundo o autor, deixa-se de analisar questões psicológicas associadas ao ser humano dentro das organizações, o que é muito relevante para o contexto da governança.

No âmbito do exposto, e de forma complementar, quanto à limitação dessa teoria, o autor relata que sua base é fundamentada na premissa do “*homo economicus*”. Isto é, o ser humano, impreterivelmente, comporta-se de forma racional, não sendo sujeito à influência do ambiente ou de outras pessoas. Portanto, o curso de ação escolhido sempre representará a melhor decisão. Todavia, trabalhos na área da psicologia indicam o contrário: as decisões do ser humano são influenciadas pela maneira com que o cenário é apresentado e pela percepção que se tem da realidade, a qual, muitas vezes, é deturpada.

Inserido nesse cenário, Silveira (2013) defende a inclusão de uma nova perspectiva para a pesquisa de governança, baseada no fator comportamental. Essa perspectiva seria

complementar à Teoria da Firma, pois incentivos e mecanismos são relevantes. Desse modo, ao combinar as duas abordagens, os *stakeholders* podem esperar que as organizações sejam verdadeiramente bem governadas.

Em linha, Silveira (2014), salienta que a dimensão humana é fator-chave para a governança, englobando os aspectos psicológicos e comportamentais que, potencialmente, podem induzir as pessoas a atuarem em busca dos melhores resultados para a organização. Assim, permite-se que seja atingido o seu objetivo principal, ou seja, criar um ambiente em que as pessoas queiram, voluntariamente, cumprir as regras e optar por cursos de ação que visem a maximizar o valor de longo prazo da empresa.

Diante do exposto e focando no conselho de administração, e como componente da governança, seu estudo tem sido concentrado com base nos preceitos da Teoria da Firma, em como mitigar, por meio desse órgão, o potencial problema de conflito de interesses. Nesse sentido, tem sido alvo de críticas, e com parecer favorável para a inclusão da perspectiva comportamental em complemento a essa abordagem convencional. Na sequência, esse contexto é explorado de forma detalhada, por se tratar de tema central deste estudo.

2.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Neste item, analisa-se o conselho de administração, incluindo tópicos como definição, principais funções e objetivos. Sequencialmente, contextualiza-se a diversidade no órgão e a perspectiva comportamental, apresentando o que é apontado pela literatura, por órgãos reguladores e de referência no tema, como potencial contribuição para o valor da organização.

Em linhas gerais, relacionados ao aprimoramento do processo decisório, por, provavelmente, reduzir conflito de interesses, limitações técnicas individuais, e mitigar vieses cognitivos, problemas que mecanismos de governança buscam minimizar, conforme o conceito-referência de governança adotado, o de Silveira (2010).

2.2.1 DEFINIÇÃO, FUNÇÕES E OBJETIVOS

Segundo o IBGC (2009), o conselho de administração é um órgão colegiado e principal componente da governança corporativa, atuando como um elo entre a propriedade e gestão, orientando e supervisionando a relação dessa última com as demais partes

interessadas. Entre suas funções, é responsável pelo processo decisório relacionado ao direcionamento estratégico da organização. Ademais, presta contas aos sócios de quem recebe os poderes para sua atuação.

Em linha, a CVM (2002, p. 4) também enfatiza o papel do conselho em sua forma de atuação, que deve ser “proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objetivo social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento”.

Na mesma dimensão, Silveira (2010, p. 258) cita que o órgão “é o elo entre os acionistas e a gestão diária das companhias [...] tem como grande missão procurar maximizar o valor de longo prazo da empresa, assegurando assim, aumento sustentável do patrimônio de todos os acionistas”. Nessa esteira, Silveira (2014) relata que, enquanto órgão central da governança, é sua atribuição fazer a correta leitura do ambiente externo e pensar no longo prazo da organização.

Ao considerar os pressupostos mencionados, a atuação do conselho está associada às decisões estratégicas das empresas, isto é, diretamente relacionada ao seu desempenho. Nessa perspectiva, a literatura acadêmica e os códigos de melhores práticas de governança trazem recomendações para sua composição e forma de atuação, a fim de que seus propósitos possam ser atingidos.

Nesse cenário, cabe enfatizar a relevância desse mecanismo; tanto o IBGC quanto a CVM destinam capítulos exclusivos, em seus códigos de melhores práticas de governança, ao conselho. No IBGC, é o segundo capítulo, incluindo itens como missão, atribuições, composição e qualificação dos membros, prazos de mandato dos conselheiros, remuneração, conselhos, comitês, entre outros. Na Cartilha de Recomendações da CVM, também no segundo capítulo, são relacionados itens como função, composição, mandato, funcionamento, comitês, participação de preferencialistas e acúmulo de função entre o presidente Executivo e do Conselho (CVM, 2002).

Mais um fator que corrobora a relevância do órgão; ele integra os critérios das listagens especiais de governança da BM&FBOVESPA, e dos 14 requisitos, três são tópicos relativos ao conselho, abordando questões referentes à sua composição e atuação: (i) dispõe sobre o número de membros e a quantidade de conselheiros independentes, (ii) discorre sobre a acumulação de cargos de presidente do conselho e diretor presidente e (iii) contempla a obrigação do órgão em relação à oferta pública de aquisição de ações da empresa. No Quadro

3, a seguir, são ilustrados esses critérios:

QUADRO 3 - CRITÉRIOS ESPECÍFICOS RELATIVOS AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA BM&FBOVESPA

Critério	BOVESPA MAIS e BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia			Não há regra

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2015)

Quanto à sua atuação, pode-se dizer que é ampla. Segundo o código do IBGC, dentre as responsabilidades, destacam-se: “Discussão, aprimoramento e monitoramento de decisões [...] gerenciamento de riscos corporativos, sustentabilidade e política de porta-vozes”. (IBGC, 2009, p. 30 - 31).

Ainda na perspectiva de sua atuação, Silveira (2010) cita tarefas fundamentais a serem desempenhadas pelo conselho. Conforme os principais códigos de governança, destacam-se: aquelas relacionadas às diretrizes estratégicas do negócio; principais decisões de investimento, financiamento e alocação do resultado; funções relacionadas à escolha, ao monitoramento e à substituição do diretor-presidente e demais diretores; processo de nomeação de novos conselheiros; diretrizes relacionadas à tolerância ao risco, incluindo

práticas de gerenciamento e controles internos; revisão de práticas de governança; escolha da auditoria independente, entre outras.

Andrade et al. (2009) citam como atividades do órgão o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, com funções relacionadas à contratação, demissão e remuneração dos executivos. Essas são consideradas atividades importantes, por contribuírem na explicação de parte do desempenho e do valor de mercado das organizações.

Ao considerar as atribuições do conselho, diretamente associadas às decisões estratégicas das empresas, sua composição é fator fundamental para que seus objetivos sejam atingidos. Nesse contexto, Silva (2014) informa que os códigos de melhores práticas de governança e a literatura apontam orientações específicas sobre a composição do órgão, que potencialmente podem levar a um melhor desempenho e, dessa forma, a um desempenho superior para a organização.

2.2.2 QUALIFICAÇÕES DESEJÁVEIS DE UM CONSELHEIRO

A literatura e os códigos de melhores práticas indicam algumas qualificações necessárias em um conselheiro, para que ele possa desempenhar as funções que lhe são atribuídas. Neste tópico, apresentam-se essas características.

Conforme Silveira (2014), um “conselheiro ideal” deve ter quatro atributos: independência (o interesse da empresa, impreterivelmente, deve ser o direcionador de suas decisões, mesmo nas situações em que exista conflito com interesses individuais de qualquer natureza; dele próprio, de acionistas controladores ou executivos), qualificação técnica (ter conhecimentos sólidos sobre decisões de investimento, financiamento, avaliação de desempenho e estratégia), disponibilidade de tempo (para se envolver profundamente com a organização, evitando ser apenas um frequentador de reuniões, o que é totalmente díspar das atribuições de sua função) e integridade (estar alinhado com os valores e o código de conduta, e ter a capacidade de analisar os impactos das ações da empresa sobre terceiros).

O IBGC (2009), em seu código, também aborda o tema, listando algumas características mínimas que devem estar presentes nos conselheiros: o alinhamento com os valores da organização e seu código de conduta, a capacidade de defender seu ponto de vista a partir de julgamento próprio, disponibilidade de tempo e motivação. Como recomendação, aponta os itens: visão estratégica; conhecimento das melhores práticas de governança corporativa; capacidade de trabalho em equipe; de ler e entender relatórios gerenciais,

contábeis e financeiros; noções de legislação societária e percepção do perfil de risco da organização. Em relação à atuação, enfatiza que o conselheiro deve estar isento de conflito de interesse e permanentemente atento aos assuntos da organização.

2.2.3 INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A literatura e os órgãos reguladores classificam os membros do conselho em três classes: independentes, externos e internos. Silveira (2014) define essas categorias como: internos (atuam também como executivos, como o próprio diretor-presidente), externos (não são executivos da empresa, mas possuem forte relação com esses, exemplo: laços de parentesco ou com os acionistas controladores) e independentes (o único vínculo com a organização é sua atuação como conselheiro).

Os conselheiros independentes são considerados os melhores posicionados para tomar decisões imparciais, que estejam alinhadas com a perspectiva de valor de longo prazo da organização, Silveira (2014). Nessa esteira, Silva (2014) destaca que, na estrutura de governança, a independência do conselho é geralmente apontada como uma característica positiva, seja pela dimensão do problema de agência, pelo órgão ter como uma de suas funções reduzi-lo, em um contexto de separação entre propriedade e controle, como também pela comportamental. Isso porque, potencialmente, contribui para mitigar problemas de vieses cognitivos.

Para corroborar a relevância apontada pela literatura, órgãos reguladores e de referência abordam essa categoria de forma específica. O IBGC (2009) recomenda um conselho composto por uma maioria de independentes, e a BM&FBOVESPA (2015) exige, para integrar os segmentos especiais Nível 2 e Novo Mercado, que, no mínimo, 20% dos conselheiros sejam independentes.

2.2.4 DIVERSIDADE E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Van Ees, Gabrielsson e Huse (2009) relatam que o estudo do conselho de administração tem sido de grande interesse na literatura, com pesquisas concentradas nos preceitos dessa teoria. Logo, o estudo parte da questão de como o conselho pode atuar, utilizando incentivos e mecanismos de controle, visando a monitorar e mitigar potenciais problemas de agência.

Na mesma linha, Carter, Simkins e Simpson (2003) citam que, na perspectiva dessa teoria, as atribuições do conselho se concentram na solução de problemas de agência entre administradores e acionistas, por meio de estabelecimento de recompensas, substituindo executivos que não criem valor para a organização.

Embora reconhecendo a importância da Teoria da Firma, a literatura tem apontado ser necessária uma abordagem complementar para o estudo da governança, a comportamental. Silveira (2013) é um dos autores que defende a inclusão dessa nova perspectiva.

Fraga e Silva (2012) relatam esse mesmo parecer, especificamente para o conselho. Destacam que, para a melhor compreensão das condições necessárias a uma efetiva governança, a literatura tem apontado, de forma crescente, ser imperativa a realização de trabalhos que analisem de forma mais profunda os processos comportamentais, que ocorrem tanto dentro do órgão quanto ao seu redor.

Esse parecer é compartilhado por Johnson, Schnatterly e Hill (2013). Em revisão de literatura sobre a composição dos conselhos, os autores apontam uma tendência crescente de pesquisas, demonstrando que características associadas a esse órgão, como idade, gênero, educação, entre outros, têm importante impacto nos resultados das organizações. Contudo, afirmam que esses mesmos trabalhos enfatizam ser necessário mais estudos sobre o tema.

De forma complementar, Silveira (2014) aponta ser uma das características de um bom “modelo de governança” um sistema composto por órgãos, áreas e regras que proporcionem um sistema efetivo de pesos e contrapesos na organização. Nesse sentido, pode-se dizer que a diversidade do conselho pode, potencialmente, contribuir com esse item.

Com base no exposto, chega-se ao cenário desta dissertação, isto é, a diversidade para o estudo do conselho de administração, linha que se insere na recente perspectiva de abordagem da governança, a comportamental.

Ao considerar a questão de pesquisa, que busca analisar a diversidade e o valor das organizações, no próximo tópico, exploram-se fatores que apontam como provavelmente é essa relação. Parte-se da premissa de que existe uma relação, e com sentido positivo: a diversidade, por proporcionar variedade de estilos cognitivos, em função de diferentes gêneros, nacionalidades, idades e formações acadêmicas, traz benefícios, como mais conhecimento, ideias e perspectivas, entre outros. Assim, contribui para a melhoria do processo decisório e, conseqüentemente, para o valor das empresas.

2.2.4.1 Diversidade do conselho e valor

Os potenciais benefícios da diversidade no conselho de administração, em linhas gerais, relacionados à melhora do processo decisório, apontam para uma provável relação positiva com o desempenho das organizações, pressuposto discutido nesta seção do trabalho.

De acordo com Silva (2014), a literatura e os códigos de melhores práticas de governança indicam que algumas características associadas à composição do conselho podem, potencialmente, contribuir para um desempenho superior das corporações, em função da melhor atuação do órgão em suas atividades. Nesse contexto, a diversidade é apontada como uma delas.

Na mesma linha, Silveira e Barros (2013) destacam que a importância de maior diversidade nesse órgão vem sendo enfatizada nos códigos e por órgãos reguladores, a nível mundial, corroborando os benefícios relacionados pela pesquisa acadêmica.

Nessa esteira, Silveira (2014) mostra a relevância de uma boa diversidade na constituição do conselho, em termos de gênero, expertise, experiências de vida, formações acadêmicas, entre outras. No mesmo sentido, Johnson, Schnatterly e Hill (2013) afirmam que a diversidade no órgão é um elemento crítico para os resultados da organização.

Como prováveis benefícios, Silveira (2014) e Silveira e Barros (2013) indicam que a diversidade tende a enriquecer as análises e decisões, por trazer mais perspectivas. Carter, Simkins e Simpson (2003) também mencionam esse benefício, destacando a maior efetividade na solução de problemas, além de outros: proporciona melhor entendimento do mercado, aumenta a criatividade, a inovação e promove relações globais mais eficazes.

De forma específica, Silveira e Barros (2013) relatam que conselhos diversificados, mais heterogêneos, contribuem para o processo decisório, por trazerem mais pontos de vista, contrabalancear a influência do CEO, reduzir o risco de erros individuais e, provavelmente, contribuir na mitigação dos problemas de vieses cognitivos, como efeito-manada e excesso de lealdade.

Os potenciais benefícios para as empresas oriundos da diversidade também são relacionados em pesquisas de outras áreas, como administração, comportamento organizacional e decisório e direito, item apresentado adiante.

Cox e Blake (1991), na literatura de administração, citam o ganho de competitividade em termos de criatividade, capacidade na solução de problemas e maior

flexibilidade em se adaptar às mudanças, destacando que as reações são mais rápidas e com menor custo.

Por sua vez, Sniezek e Henry (1989), na literatura de comportamento organizacional e processo decisório, relatam que o baixo grau de desacordo (diferentes visões) nos grupos compromete negativamente a efetividade das decisões, por praticamente reproduzirem a visão individual dos membros.

Contrariamente, o desacordo em função dos diversos pontos de vista, e os próprios julgamentos derivados do processo de interação (outros pontos que surgem e que não seriam abordados inicialmente pelos membros individualmente), são fatores que elevam a eficácia da decisão. Isso porque contribuem para que, ao longo do processo, ocorra uma ponderação natural das alternativas e, assim, seja escolhido o melhor curso de ação. Logo, apontam que a efetividade dos grupos se eleva pela heterogeneidade dos seus membros.

Em linha com o trabalho exposto, na literatura do direito, Leslie (2010) argumenta que a homogeneidade nos grupos leva a um maior nível de coesão. Isso, potencialmente, aumenta o problema do *groupthink*, viés cognitivo, prejudicial ao processo decisório. Em sentido oposto, em grupos mais heterogêneos, esse problema tende a ser reduzido.

Ainda relacionado às pesquisas de outras áreas, cita-se um estudo em particular da neurociência cognitiva, Lighthall, Mather e Gorlick (2009). Esses autores, por meio de experimento, encontraram evidências de que homens em situações de *stress* assumem mais riscos do que mulheres. Com base nesse achado, infere-se que a diversidade de gênero pode contribuir nessas situações.

A importância da diversidade no conselho apontada pela literatura é corroborada pelo mercado, por órgãos reguladores e de referência, que indicam ser um fator relevante e necessário para que o órgão atinja seus objetivos. Nesse cenário, Silva (2014) destaca o estabelecimento pela SEC, em 2009, com efeitos para 2010, de uma das novas exigências às empresas para a divulgação de informação, **a consideração sobre a diversidade na seleção de conselheiros**. (grifo nosso)

Cabe salientar que tal obrigatoriedade teve origem em um processo de consulta à sociedade, envolvendo diferentes organizações, dentre elas, investidores institucionais e consultorias, que se manifestaram favoravelmente sobre a inclusão de tal item, argumentando que tais informações eram relevantes para os investidores. Como possíveis benefícios, foram mencionados: o **aumento da independência do conselho**, pelo fato de que os conselheiros

selecionados, possivelmente, teriam **menos laços pré-existent**s entre os membros da diretoria e do próprio órgão, **e a melhora do processo decisório em função de mais pontos de vista**. (UNITED STATES OF AMERICA, 2009, grifo nosso).

No âmbito dessa nova exigência, cita-se o item *The SEC's New Diversity Rule*, extraído do discurso proferido por Luis A. Aguiar, SEC *Commissioner*, enfatizando a importância dessa norma sobre a diversidade e os efeitos já verificados:

[...] Em dezembro de 2009 a Comissão, pela primeira vez, adotou uma regra para avaliar o compromisso da empresa em desenvolver e manter a diversidade no conselho de administração, com efeitos a partir de fevereiro de 2010. Especificamente, as empresas são agora obrigadas a divulgar: se a diversidade é um fator considerado na nomeação de candidatos ao conselho de administração; como a diversidade é considerada neste processo, e como a empresa avalia a eficácia da sua política para considerar a diversidade. Uma revisão dos documentos já recebidos indica que algumas empresas têm realizado um bom trabalho. Um exemplo, que satisfaz a divulgação exigida por investidores, foi de uma empresa que revelou que dos 14 integrantes do conselho, três eram mulheres, dois Africano-Americano, e dois hispânicos. Esta divulgação é notável porque, em vez de apenas falar sobre a política de diversidade e como ela é implementada, a empresa dá aos investidores fatos reais que mostram os resultados dos seus esforços. UNITED STATES OF AMERICA, Discursos de Comissário da SEC, Luis A. Aguillar: A SEC e a Governança Corporativa – Uma visão geral, *U.S Securities and Exchange Commission*. Washington, D.C, 23 out. 2013 (UNITED STATES OF AMERICA, 2013, tradução nossa)

Conforme a tendência mundial, no Brasil, o tema também tem sido abordado por órgãos reguladores e de mercado. O IBGC (2009, p. 32) recomenda a diversidade no conselho: “deve-se buscar diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento para que o órgão reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições”.

Ainda no cenário brasileiro, outro ponto a ser destacado é a atuação de órgãos legislativos sobre a diversidade nesse principal órgão interno da governança corporativa, especificamente em relação ao gênero. Trata-se do Projeto de Lei do Senado nº 112, de 2010, proposto em 27 de abril, pela Senadora Maria do Carmo Alves (BRASIL, 2010).

Esse projeto dispõe sobre a participação de mulheres nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas da União, direta ou indiretamente, que detenham a maioria do capital social com direito a voto. Estabelece um percentual mínimo de 40%, a ser alcançando gradualmente: 10% até 2016, 20% até 2018, 30% até 2020 e 40% até 2022.

Salienta-se que tal iniciativa segue aquela já realizada por outros países, como a

Noruega, Espanha e Holanda, que aprovaram leis semelhantes. Esse é um dos argumentos utilizados na defesa do referido projeto, além da apresentação de dados estatísticos que indicam o predomínio de homens nos conselhos das empresas no Brasil.

Nesse contexto, cita-se trecho do parecer da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, cujo relator foi o Senador João Vicente Claudino, favorável à sua aprovação: “Afinal, sem esse impulso legal, sem regular a presença de diferentes gêneros no conselho, fica difícil incorporar o **conceito de diversidade** nas empresas e equilibrar a participação de mulheres e homens nos processos de tomada de decisão”. (BRASIL, 2010, p. 3, grifo nosso).

Contudo, este Projeto ainda é alvo de controvérsia. O IBGC, particularmente, expressa-se de forma desfavorável a essa medida dentro do atual cenário brasileiro. Essa opinião foi registrada na Carta Opinião intitulada “Cotas para mulheres em conselhos de administração” (IBGC, 2014), publicada no site do órgão, com argumentos relacionados à provável falta de efetividade e possíveis efeitos negativos das cotas. O parecer do órgão não se limita apenas às empresas de controle estatal, conforme o projeto de lei, mas também à aplicação de cotas para as organizações de controle privado.

Por outro lado, com posição favorável, está Alexandre Di Miceli da Silveira, pesquisador com atuação relevante no estudo da governança corporativa, proferida na audiência pública, realizada na Secretaria de Comissões de Assuntos Sociais do Senado Federal, referente ao mencionado projeto de lei:

“[...] considerando a realidade brasileira quanto à ínfima presença de mulheres nos conselhos de administração e a ausência de evolução natural dessa participação, faz-se necessária a adoção de políticas públicas afirmativas nas estatais. Trata-se de etapa fundamental na construção de um Brasil mais justo e desenvolvido, e ficar contrário a esta iniciativa é ficar na contramão da História”. (BRASIL, 2014, p.8-10).

Dentre as premissas apresentadas pelo pesquisador em defesa do tema, destacam-se: pesquisas acadêmicas de diversos campos do conhecimento, como Direito, Gestão, Liderança, Sociologia e Psicologia Social, que relatam que um maior número de mulheres nos processos decisórios das organizações, potencialmente, traz vários benefícios, dentre os quais: presença de mais pontos de vista diferentes, mais debates e, conseqüentemente, melhores decisões.

Nessa linha o pesquisador menciona um estudo em que foram comparados conselhos de administração de bancos norte americanos durante o período anterior à crise dos chamados *subprimes*. Desse feito, constatou-se que, naqueles em que havia mais mulheres

nesse órgão, a probabilidade de fazer operações de alto risco e empréstimo foi menor, como consequências, não causaram tanto prejuízo ao governo. (BRASIL, 2014).

Ainda no âmbito da questão sobre a participação de mulheres em conselhos, cita-se o trabalho de Silveira et al. (2014), pesquisa interdisciplinar no campo de Administração e Direito. Esses autores ressaltam a importância da iniciativa governamental em legislar sobre o tema, pois a simples recomendação talvez não gere efeitos. No entanto, complementa-se que, para a sua efetividade, é importante incluir em seu escopo medidas punitivas para as instituições que não praticarem o normatizado.

Nesse sentido, é assinalado o caso da Noruega que, a princípio, apenas recomendava; porém, regulamentou o tema em 2005, já que os resultados não estavam sendo alcançados. Assim, em 2011, atingiu um percentual de 44% de representantes femininas nos conselhos.

Adicionalmente, nesse mesmo estudo, foram apresentados dados significativos do cenário brasileiro, que corroboram a necessidade de aumento da participação das mulheres em cargos diretivos no país; o primeiro de órgão da administração federal responsável pela realização de censos, e o segundo, da própria pesquisa quantitativa realizada neste trabalho, conforme exposto adiante.

(i) o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mostra que o percentual de mulheres no país com curso superior é maior em 16,5% em relação aos do sexo masculino, respectivamente, 55,3% e 38,8%;

(ii) dados de 2012 e amostra com 480 empresas de capital aberto assinalam que apenas 3,7% dessas organizações tinham mulheres como *Chief Executive Officer* (CEO). Ao considerar o conselho e os cargos gerenciais sênior, o percentual de mulheres era somente 7,6%. E especificamente para os conselhos de 7,5%, o fato é ainda mais alarmante quando analisada a evolução desses números ao longo dos anos. Essa tendência é decrescente desde 2003, e praticamente, houve estagnação de 2008 a 2012. Nesse período, os percentuais variaram de 7,2% a 7,5%, conforme a Tabela 2, adiante:

TABELA 2 - PROPORÇÃO DE MULHERES EM CARGOS EXECUTIVOS-SÊNIOR NO BRASIL (1997-2012)

Ano	n	Conselho de Administração e Time de Executivos Senior	Conselho de Administração	Cadeiras no Conselho	Corpo Gerencial Sênior	CEO (Chief Executive Officer)
1997	272	4,4%	5,7%	n/d	2,1%	n/d
1998	405	5,0%	6,5%	n/d	2,2%	n/d
1999	404	5,8%	7,4%	n/d	3,0%	n/d
2000	385	5,8%	7,4%	n/d	2,9%	n/d
2001	376	6,6%	8,3%	n/d	3,8%	n/d
2002	357	7,6%	9,5%	n/d	4,2%	n/d
2003	344	7,8%	9,8%	4,0%	4,2%	0,7%
2004	304	7,5%	9,4%	4,0%	4,5%	1,9%
2005	304	7,7%	9,4%	4,3%	5,2%	0,7%
2006	335	7,3%	8,1%	3,9%	5,8%	1,7%
2007	334	7,2%	7,7%	3,2%	5,8%	1,3%
2008	375	7,1%	7,3%	4,1%	6,3%	1,9%
2009	408	7,3%	7,4%	2,9%	6,7%	2,3%
2010	389	7,5%	7,2%	2,2%	7,1%	2,6%
2011	408	7,3%	7,4%	4,5%	7,0%	4,1%
2012	480	7,6%	7,5%	4,1%	7,7%	3,7%

Fonte: Silveira et al. (2014, p. 10, tradução nossa)

(ii) complementarmente, mas com amostra reduzida para 474 organizações, verificou-se que, em 2012, 66,5% dessas empresas não possuíam sequer uma mulher no órgão. Em 16,5%, duas, e em apenas 2,5%, três, conforme dados da Tabela 3, em seguida:

TABELA 3 - COMPARAÇÃO ENTRE A PROPORÇÃO DE MULHERES EM POSIÇÕES GERENCIAIS SÊNIOR EM 2012 E NO PERÍODO DE 1997 A 2012

Item/período	Conselho de Administração e Time Gerencial Sênior		Conselho de Administração		Corpo Gerencial Sênior		Conselho Fiscal	
	2012	1997 a 2012	2012	1997 a 2012	2012	1997 a 2012	2012	1997 a 2012
Nº total de empresas analisadas	479	731	474	731	474	720	228	236
Nº de empresas sem pelo menos uma mulher	247	296	315	351	347	479	177	120
% empresas sem pelo menos uma mulher	51,6%	40,5%	66,5%	48,0%	73,2%	66,5%	77,6%	50,8%
% empresas com pelo menos 20% de mulheres	15,4%	8,7%	16,5%	11,5%	16,5%	7,8%	20,6%	14,0%
% empresas com pelo menos 3 mulheres	7,9%	-	2,5%	-	2,1%	-	0,4%	-

Fonte: Adaptado de Silveira et al. (2014, tradução nossa)

Para concluir a apresentação do referido Projeto de Lei do Senado Brasileiro, Silveira et al. (2014) complementam que, embora no escopo não estejam incluídos itens relevantes, como normas punitivas para o descumprimento, e por não considerar os conselheiros suplentes, tal iniciativa é um bom exemplo ao setor privado. Ademais, que pode contribuir para reverter o cenário apresentado na pesquisa dos autores, ou seja, uma tendência quase que de estagnação da presença de mulheres nos conselhos. Por fim, que a diversidade é uma das boas práticas de governança corporativa.

Cabe ainda ressaltar que, apesar de a literatura e a sociedade apontarem os potenciais benefícios dessa normatização, os resultados do estudo empírico de Adams e Ferreira (2009) sugerem que a obrigatoriedade de cotas para gêneros pode reduzir o valor de empresas que já possuem boa governança.

Como apresentado ao longo desta seção, em linhas gerais, os potenciais benefícios da diversidade no conselho são relacionados ao aprimoramento do processo decisório. Isso porque contribuem com a redução do conflito de interesses (aumento da independência), pela redução do problema de limitações técnicas individuais (por promover novas perspectivas e pontos de vista) e por mitigar problemas de vieses cognitivos.

Assim exposto, e com base no conceito-referência de governança corporativa adotado, o de Silveira (2010, p. 2), contemplado no item 2.3.2, a diversidade no conselho de administração pode contribuir para reduzir os problemas apontados pelo autor, pois “[...] Os mecanismos de governança devem estar presentes em qualquer companhia em função da existência de três potenciais problemas nas cúpulas das empresas: **conflito de interesses, limitações técnicas individuais e vieses cognitivos**” (grifo nosso).

Nos próximos tópicos, esses problemas são estudados individualmente, relatando a potencial contribuição da diversidade para reduzi-los.

2.2.4.1.1 Redução do conflito de interesses

A literatura aponta que a diversidade no conselho pode contribuir para a redução do problema de conflito de interesses, por, potencialmente, aumentar a independência do órgão, em função de menos laços pré-existentes entre os membros e a diretoria executiva. Esse panorama será exposto nos próximos parágrafos.

Fracassi e Tate (2012), em estudo sobre redes sociais e governança, consideram que a existência de relações estreitas entre os membros do conselho e o presidente executivo podem gerar conflito de interesses. Isso porque há a possibilidade de que os conselheiros atuem em função de interesses próprios, associados à sua conexão com a alta gestão, como por exemplo, sendo coniventes com decisões destruidoras de valor.

Em linha, Subrahmanyam (2008), na literatura de finanças, em estudo sobre conexões sociais e governança corporativa, relata que, quanto mais as pessoas são semelhantes, provavelmente, maior será a chance de que existam redes sociais entre elas. Tal fato, possivelmente, pode reduzir a qualidade da governança, se essas pessoas desejarem manter o seu capital social. Especificamente para o conselho, esse problema pode gerar um monitoramento não tão efetivo do CEO, pela já relatada necessidade de manter os vínculos sociais, afetando negativamente o valor da organização.

Inserido nesse contexto, Morck (2008) argumenta que muitos dos escândalos envolvendo problemas de governança poderiam ter sido evitados, caso o conselho tivesse questionado mais duramente, exigido esclarecimentos adicionais e se pronunciado de forma mais efetiva, emitindo, de maneira clara, seu parecer em relação a potenciais problemas visualizados nas linhas de ações propostas. Complementarmente, Silveira (2013) relata a falta de efetividade dos conselhos como um dos fatores mais relevantes dos 23 maiores escândalos do século XXI envolvendo problemas de governança, cujas estimativas indicam uma perda aos acionistas de aproximadamente \$751 bilhões.

Nessa linha, Carter, Simkins e Simpson (2003) apontam que um conselho mais diversificado provavelmente pode ser mais independente e atuante. Isso porque pessoas com diferentes formações, gêneros e nacionalidades, virtualmente questionam itens que, a princípio, não seriam indagados por diretores com características similares.

Por fim, e como já relatado, o aumento da independência do conselho, pela redução de laços pré-existentes entre os seus membros e os da diretoria, foi um dos pontos apresentados no processo de consulta à sociedade conduzido pela SEC. Isso originou a regulamentação para a obrigatoriedade de informações sobre a diversidade no órgão.

2.2.4.1.2 Redução do problema de limitações técnicas individuais

A redução do problema de limitações técnicas individuais é mais um dos potenciais benefícios apontados pela diversidade no conselho. A seguir, são relacionadas pesquisas que versam sobre esse tópico.

Conforme Silveira (2014), em função da complexidade do ambiente corporativo, a limitação técnica é o problema mais notório a ser mitigado por mecanismos de governança. Isso porque é improvável que, individualmente, os executivos tenham os conhecimentos necessários para avaliar todo o contexto que envolve as decisões mais relevantes das organizações, que incluem assuntos como posicionamento estratégico, marketing, decisões de investimento e financiamento, entre outros. Assim, um conselho composto por diferentes visões pode levar a melhores decisões.

No mesmo contexto, cita-se Sniezek e Henry (1989), na literatura de comportamento organizacional e processo decisório. Esses autores relatam que grupos homogêneos comprometem de forma negativa a efetividade das decisões, por reproduzirem a visão dos membros individualmente.

Contrariamente, grupos heterogêneos podem contribuir para a escolha dos melhores cursos de ação. Isso porque, além de trazerem diferentes pontos de vista, o próprio processo de interação traz questionamentos que talvez não seriam feitos inicialmente pelos membros de forma individual, acarretando uma ponderação natural das alternativas e melhores decisões. Em linha, Silveira e Barros (2013) ressaltam que conselhos diversificados, mais heterogêneos, podem contribuir para a redução de erros individuais, por propiciar mais pontos de vista.

Na mesma esteira, Carter, Simkins e Simpson (2003) informam que a diversidade, por trazer pessoas de diferentes gêneros, formações e nacionalidades, proporciona questionamentos que talvez não seriam feitos por conselheiros com formações tradicionais.

Em suma, e conforme o exposto, infere-se que a diversidade no conselho pode contribuir para a redução do problema de limitações técnicas, pela complementaridade de experiências, visões e formações entre os membros.

2.2.4.1.3 Mitigação de vieses cognitivos

A mitigação do problema de vieses cognitivos, outro potencial benefício da diversidade no conselho de administração, é abordada nesta seção do trabalho.

De acordo com Silveira (2014, p. 35), a boa governança diminui a chance de escolha de cursos de ação equivocados, em razão dos vieses cognitivos, isto é, “erros previsíveis e sistemáticos decorrentes de nossas crenças e preferências pessoais que nos levam a tomar decisões que fogem da racionalidade”. Nesse sentido, Silva (2014) argumenta que a diversidade do conselho pode colaborar para mitigar esses problemas. Ainda, Silveira e Barros (2013) inferem que conselhos mais atuantes, com diversidade de visões, provavelmente poderiam reduzir os problemas de vieses cognitivos.

Com base nesse cenário, nos próximos tópicos, são analisados os vieses cognitivos, apontados pela pesquisa acadêmica, que podem ser mitigados pela diversidade no conselho: (i) otimismo e excesso de confiança, (ii) *groupthink*, (iii) efeito manada ou cascata e (iv) e excesso de lealdade à autoridade.

2.2.4.1.3.1 Otimismo e excesso de confiança

Como relata Silveira (2014, p. 36), “otimismo e excesso de confiança são dois vieses, cujos conceitos são inter-relacionados, pessoas sujeitas a estes vieses tendem a superestimar

resultados de suas estimativas e subestimar riscos”. Esse viés também é discutido na literatura de outras áreas.

Segundo Bazerman e Moore (2010), na literatura de administração e processo decisório, o excesso de confiança está relacionado à heurística de confirmação¹, tendência da mente humana em procurar evidências para confirmar sua visão. Logo, nesse processo é mais fácil gerar evidências que sustentem seu ponto de vista do que ao contrário.

Adicionalmente, apontam que esse viés não atinge os sexos igualmente, conforme Barber e Odean (2001) na área de mercado de capitais. Por meio de estudo de 35.000 contas de investimento, constataram que o padrão de rotatividade entre homens e mulheres era diferente, índices médios anuais de 77% e 53% respectivamente. Esse fato sugere ser mais difícil para os homens manterem suas posições. Nesse contexto, a diversidade, considerando a dimensão gênero, pode contribuir para mitigar esse problema.

Por sua vez, Silva (2014), na literatura de finanças e no contexto de aquisições, afirma que o excesso de confiança e otimismo dos gestores pode levar a avaliações incorretas de empresas-alvo. Isso acarreta um pagamento superior ao que efetivamente seria o “justo”, e conseqüentemente, destrói o valor das empresas adquirentes, proposição essa formulada por Roll (1986) e denominada *hubris*. A adoção de “visão externa” é apontada como fator que pode contribuir para a redução desse viés, por, potencialmente, indicar que as percepções podem estar erradas.

O problema de *hubris* também é relatado na literatura de administração. Hayward, Shepherd e Griffin (2006) argumentam que a ocorrência desse viés entre empreendedores seja, possivelmente, o motivo da elevada taxa de fracasso de novos negócios. Desse modo, recomendam que, ao formarem suas equipes, considerem a diversidade, proporcionando diferentes opiniões sobre riscos e oportunidades envolvidas, contribuindo, assim, para a mitigação desse problema.

Complementarmente, na visão de Bazerman e Moore (2010), para corrigir a influência do viés de excesso de confiança e otimismo, é necessário que as pessoas pensem sobre outras perspectivas e hipóteses alternativas. E que por meio dessas intervenções, possam refletir que, eventualmente, estejam erradas em suas proposições, induzindo-as a

¹ Bazerman e Moore: heurísticas são estratégias simplificadoras, ou regras práticas, adotadas pelo ser humano ao tomar decisões.

níveis de confiança mais precisos. Nesse cenário, infere-se que a diversidade pode contribuir para a redução desse viés, por virtualmente, proporcionar novas visões e maior interação nos grupos.

2.2.4.1.3.2 Groupthink

Para Silveira (2014), o *groupthink*, conceito criado por Irving Janis em 1972, também denominado pensamento grupal, induz as pessoas a não expressarem ideias e opiniões que estejam fora da zona de conforto do pensamento de consenso do grupo. Dessa forma, evitam constranger ou aborrecer os demais membros. Isso ocorre, predominantemente, em grupos que buscam minimizar o conflito e alcançar o consenso a qualquer custo.

Complementa que vários estudos indicam a maior probabilidade de ocorrência desse problema em grupos muito homogêneos, e que órgãos decisórios com baixo grau de diversidade, em termos de idade, gênero e formação de seus membros, têm sido vítimas desse viés. Em linha, Silveira e Barros (2013) apontam que grupos altamente coesos são provavelmente mais propensos a ter esse problema. Esse viés também é abordado na literatura de outras áreas.

Hambrick e Mason (1984), na área de administração, estudaram as características do “alto-escalão” das empresas e sua relação com as escolhas estratégicas e resultados. Os autores também indicam a tendência de maior exposição aos problemas de *groupthink* em grupos mais homogêneos, o que é prejudicial ao processo decisório. Contrariamente, a heterogeneidade, representada pela diversidade de opiniões, conhecimento e formações, auxilia na redução desse viés, contribuindo para o aprimoramento do processo decisório.

Nessa esteira, cita-se o estudo de Fracassi e Tate (2012) sobre os impactos das redes sociais e governança. Os autores apontam que laços estreitos, no caso, conexão social, entre o CEO e os integrantes do conselho, provavelmente podem gerar o problema do *groupthink*. Isso porque os conselheiros deixam de analisar criticamente as proposições e buscam o consenso de toda a forma. Logo, acabam atuando em função de seus interesses pessoais, em detrimento dos corporativos.

Na literatura do direito, Dorf (2007) relata que o *groupthink* nas organizações é prejudicial à tomada de decisão, pois, no processo, raramente são consideradas mais do que algumas alternativas; geralmente, há falhas em examiná-las, e outras desvantagens praticamente nunca são consideradas na análise. Nesse sentido, aponta que a diversidade nos

conselhos é fundamental para mitigar esse viés, por apresentar um número maior de perspectivas.

Nesse cenário, Leslie (2010), com base na pesquisa da área de psicologia, apresenta alguns fatores que provavelmente elevem a chance de ocorrência do *groupthink*. Dentre eles, o nível de coesão nos grupos, que é aumentado pelo nível de homogeneidade entre os participantes.

De forma complementar, cita-se, na literatura de comportamento organizacional e processo decisório, Sniezek e Henry (1989). Nesse estudo sobre a precisão e confiança em decisões em grupos, os autores argumentam que vários questionamentos são essenciais à efetividade do processo decisório.

Isso porque as decisões em grupo têm uma característica única: impreterivelmente, sempre haverá um grau de incerteza no contexto que abrange as análises das alternativas expostas. Destarte, essas perguntas poderão refletir esses aspectos, proporcionando um julgamento mais completo pelos membros do grupo e direcionando-os a melhores cursos de ação. Nessa perspectiva, apontam a homogeneidade como fator prejudicial à efetividade das decisões.

Nessa esteira, Johnson, Schnatterly e Hill (2013) afirmam que a diversidade pode ser um método para balancear dois pontos essenciais e inerentes ao processo decisório: a busca por coesão, necessária à conclusão da atividade, mas com a garantia da exposição de diferentes perspectivas.

Por fim, Fraga e Silva (2012) apontam a diversidade como um fator relevante para que o conselho alcance seus objetivos. Isso pelo fato de que, em suas atribuições, é primordial uma atuação efetiva e contestadora dos cursos de ação propostos pela gestão da organização. E que, no entendimento do órgão, não sejam as mais adequadas para a empresa, tanto relacionadas a riscos, estratégias, quanto outras sob responsabilidade de avaliação pelo conselho.

2.2.4.1.3.3 Efeito manada ou efeito cascata

Em estudo recente, Silveira (2014) afirma que o efeito-manada ou cascata ocorre quando os integrantes de um grupo, com pouca informação prévia sobre o assunto a ser discutido, seguem as mesmas diretrizes de quem se manifesta primeiramente. Esses últimos,

geralmente, têm interesse específico no tema e, portanto, têm boas informações para expor seu ponto de vista, provocando um efeito “cascata”.

De forma específica, o pesquisador cita a ocorrência desse viés em conselhos de administração, quando os membros participam de reuniões sem uma análise precedente e profunda dos tópicos a serem debatidos, optando em seguir o pronunciamento inicial, usualmente feito pelo CEO, presidente ou executivo-sênior. Entretanto, salienta que não se trata de um comportamento doloso, e sim de uma tendência do ser humano em não arriscar sua reputação, contrapondo outros pareceres sem ter um conhecimento sólido no assunto.

Ademais, aponta que vários estudos mostram que conselheiros sobrecarregados (por exemplo, atuando simultaneamente em diversos órgãos e empresas) e sujeitos à pressão de tempo para tomar decisões são mais vulneráveis à ocorrência desse viés. Como consequência, há prejuízo ao processo decisório, em função da perda da “sabedoria coletiva”, por englobar unicamente a visão daqueles que se expressam primeiro.

Dorf (2007), na literatura de direito, também relata esse problema. Pelo receio de estarem errados e da exposição dos demais membros do grupo, as pessoas se absterem de expressar sua opinião, preferindo seguir o parecer da maioria. Como causadores desse viés, pode-se citar a falta de tempo e a ausência de uma avaliação mais detalhada do assunto.

Complementarmente, aponta que esse efeito traz consequências negativas à decisão, pela ausência de expressão dos pontos de vista individuais e por, provavelmente, levar a cursos de ação incorretos. Isso porque é possível que o primeiro a se pronunciar esteja equivocado em suas perspectivas e diagnósticos.

Com base no exposto, pode-se dizer que o efeito manada ou cascata é inerente ao cenário corporativo. E pelas consequências negativas ao processo decisório, são necessários mecanismos que possam mitigá-lo. No mesmo sentido, Silveira e Barros (2013) sugerem que conselhos diversificados, mais heterogêneos, contribuam para atingir este objetivo.

Diante do exposto, infere-se que a diversidade no conselho, por trazer integrantes com diferentes idades, gêneros e formações, pode auxiliar na redução desse viés.

2.2.4.1.3.4 Excesso de lealdade à autoridade

De acordo com Morck (2008), várias pesquisas empíricas inseridas na psicologia social, cujo precursor foi Stanley Milgran, no início da década de 1960, apontam que a

lealdade está ligada ao comportamento humano em seu aspecto emocional. É uma tendência natural e intrínseca ser leal àqueles que possuem autoridade legitimada. De forma geral, o problema de excesso de lealdade é visualizado particularmente em organizações caracterizadas por estruturas hierárquicas, como exemplo, exército, universidades, partidos políticos e empresas.

Ademais, o pesquisador aponta que, no contexto da governança corporativa, a “lealdade equivocada” está no âmago de praticamente todos os escândalos recentes envolvendo problemas relativos a esse tema, em que executivos e diretores colocaram sua lealdade aos CEOs acima de suas responsabilidades com os acionistas e o cumprimento das leis. Como exemplo, menciona os casos da Enron, WorldCom, Hollinger, inferindo que os resultados poderiam ser diferentes, caso houvesse mais questionamentos, exigência por respostas e sinalização clara de potenciais problemas. Contudo, a opção dos executivos foi seguir as diretrizes dos CEOs, sacrificando suas próprias carreiras e reputação.

Inserido no mesmo contexto, Silveira e Barros (2013) ressaltam que, em conselhos passivos, é mais provável que executivos promovam, nas decisões mais relevantes da organização, suas opiniões, sem haver uma significativa oposição. Saliendam que esse parecer é corroborado nos códigos de melhores práticas de governança, que incluem recomendações para a atuação desse órgão, visando a reduzir o problema. Complementam que conselhos heterogêneos potencialmente reduzem a influência do CEO. Em linha, Anh e Walker (2007) informam que o viés de excesso de lealdade à autoridade é provavelmente mitigado pela diversidade.

Morck (2008) cita que diretores independentes, cujas carreiras não são controladas pelo CEO, podem vir a quebrar o “encanto” do CEO, permitindo, assim, um “certo grau de desobediência” e reduzindo o problema de excesso de lealdade. Dentro desse contexto, a diversidade pode, provavelmente, contribuir, como já relatado, por aumentar a independência do conselho, em face de menos laços pré-existentes.

Morck (2008) complementa ser uma obrigação da governança, por meio de suas regras, enfraquecer o problema de excesso de lealdade, e que conselhos mais atuantes estão menos propensos a sofrer desse viés. Nesse cenário, Silveira e Barros (2013) apontam o funcionamento do conselho e a sua diversidade como características que provavelmente influenciam a concentração de poder da empresa.

Ao considerar o exposto, pode-se dizer que a diversidade no conselho de

administração, em linhas gerais, potencialmente colabora para o aprimoramento do processo decisório, por provavelmente reduzir os problemas de (i) conflito de interesses; (ii) limitações técnicas individuais e (iii) vieses cognitivos; esses apontados por Silveira (2010) no conceito-referência de governança corporativa adotado nesta dissertação.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Neste item, são listadas pesquisas que relacionaram valor e governança corporativa, em dois tópicos: (i) pesquisa “gerais” que abordam a governança em suas diversas dimensões, a mais recorrente na literatura, e (ii) estudos específicos sobre a diversidade no conselho de administração. Essa estrutura é necessária, pois estudos similares ao problema desta pesquisa são limitados, por se tratar de uma abordagem mais recente.

Diante dessa restrição, alguns estudos empíricos com abordagens econométricas foram revisados, que associassem valor e governança corporativa, com dois objetivos: i) sob a perspectiva teórica, aprofundar o conhecimento do tema; e ii) sob a perspectiva dos modelos empíricos, conhecer suas especificações e variáveis e, assim, definir o(s) modelo(s) que seria(m) utilizado(s) como base na pesquisa.

2.3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR

A governança corporativa tem sido amplamente explorada pela literatura. Os problemas de pesquisa mais comuns e com número significativo de publicações se concentram na análise da relação entre esse sistema e uma métrica de valor.

Conforme Silveira, Barros e Famá (2006) e Melo et al. (2013), de forma geral, a discussão parte da hipótese de que os mecanismos desse sistema influenciam positivamente o desempenho das organizações. Com base nessa perspectiva, nos próximos parágrafos, são listados (em ordem cronológica) alguns trabalhos de natureza empírica, realizados no Brasil, cujo objetivo foi avaliar especificamente impactos no valor de mercado, como o que está sendo proposto nesta dissertação.

Silveira, Barros e Famá (2006), em uma amostra com 154 companhias abertas brasileiras (não financeiras e negociadas na BM&FBOVESPA), em 2002, avaliaram a influência da qualidade da governança sobre o valor de mercado dessas organizações. Diferentes abordagens econométricas foram utilizadas: regressões múltiplas por mínimos

quadrados ordinários, variáveis instrumentais e sistemas de equações simultâneas.

Como *proxy* para a qualidade das práticas de governança, um índice calculado a partir de 20) perguntas binárias foi criado. O desempenho foi mensurado pelos indicadores Q de Tobin e o Múltiplo valor de mercado sobre patrimônio líquido (*PBV-price-to-book value*). Os resultados obtidos, em todas as abordagens, mostraram uma influência positiva e significativa da qualidade de governança sobre o valor de mercado das empresas.

Lameira, Ness Júnior e Soares (2007) estudaram, pela regressão linear múltipla, uma amostra com 64 empresas listadas na BM&FBOVESPA e que apresentassem liquidez, em abril de 2005. As evidências apontaram que um nível mais elevado de práticas de governança produz impacto positivo no valor das empresas, mensurado pelo Q de Tobin.

Lopes, Bernardes e Lara (2009) avaliaram, através de teste estatístico não-paramétrico de Mann-Whitney, se a governança afetou o desempenho de 20 empresas incluídas nas listagens especiais da BM&FBOVESPA, de 1999 a 2007. Como *proxy* para o desempenho, foram utilizados: Retorno sobre o Capital Investido (ROIC), Retorno sobre o Capital Empregado (ROCE), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Q de Tobin, Alavancagem, *Payout* e AFAT (Ativo Fixo/Ativo Total).

Os resultados apontaram que a relação entre a governança e o desempenho é controversa, pois muitos indicadores não apresentaram variações estatísticas significativas antes e depois da inserção da organização no segmento especial de listagem. Entre as possíveis causas, os autores indicam que essas empresas podem ter absorvido, anteriormente, o maior impacto da implantação de práticas de governança.

Carvalho e Pennacchi (2011), em pesquisa com dados de 238 organizações, referentes a 2000 a 2006, observaram, por meio de análise de regressão, que as ações das empresas tendem a ganhar um retorno positivo anormal quando migram de um nível inferior para um superior (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), especialmente se não tiverem sido listadas previamente em bolsa estrangeira.

Melo et al. (2013), em estudo sobre a contribuição da governança para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto, esse medido pelos indicadores ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) e ROA (Retorno sobre o Ativo Total), analisaram uma amostra de 72 organizações registradas na BM&FBOVESPA pertencentes a quatro setores da economia (matérias básicos, bens industriais, construção e transporte e consumo não cíclico). A conclusão foi que a governança é um fator explicativo relevante do desempenho, quando se

pretende avaliar o retorno aos acionistas, e quando se considera o efeito proporcionado nos ativos das empresas.

Rossoni e Machado-da-Silva (2013) investigaram 348 organizações, entre 2002 e 2007, para analisar como a legitimidade condiciona o valor de mercado, mensurado pelo Q de Tobin, das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Especificamente, avaliaram como a adesão ao Novo Mercado modera o efeito da legitimidade no valor da empresa. Os dados empíricos demonstraram que as organizações que aderiram a esse segmento apresentaram maior valor de mercado, indicando que os investidores pagam um valor adicional aos ativos dessas companhias, se comparados, na média, com ativos das outras organizações.

O Quadro 4, adiante, é um resumo desses trabalhos. Destaca-se a amostra, o período e os resultados obtidos:

QUADRO 4 – ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR

Trabalho	Amostra e Período	Resultados obtidos
Silveira, Barros e Famá (2006)	54 empresas da BM&FBOVESPA. Ano de 2002	Influência positiva e significativa da qualidade de governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas, medidos pelo Q de Tobin e PBV – <i>Price-to-Book Value</i> .
Lameira, Ness Júnior e Soares (2007)	64 empresas da BM&FBOVESPA líquidez. Abril de 2005	Nível mais elevado de práticas de governança produz impacto positivo no valor das empresas, mensurado pelo Q de Tobin.
Lopes, Bernardes e Lara (2009)	20 empresas da BM&FBOVESPA Anos: 1999 a 2007	A relação entre a governança e desempenho é controversa, pois muitos indicadores não apresentaram variações estatisticamente significativas antes e depois da inclusão da empresa no segmento especial de listagem. Os indicadores utilizados foram: Retorno sobre o Capital Investido (ROIC), Retorno sobre o Capital Empregado (ROCE), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Q de Tobin, Alavancagem, Payout, AFAT (Ativo Fixo/Ativo Total).

Continua

Conclusão

Trabalho	Amostra e Período	Resultados obtidos
Carvalho e Pennacchi (2011)	238 empresas da BM&FBOVESPA Anos: 2000 a 2006	Ações das empresas tendem a ganhar um retorno positivo anormal quando migram de um nível inferior para um superior de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), especialmente se não tiverem sido listadas previamente em bolsa estrangeira.
Melo et al. (2013)	72 empresas da BM&FBOVESPA	A governança constitui-se em fator explicativo relevante do desempenho empresarial, este medido pelos indicadores ROE e ROA.
Rossoni e Machado-da-Silva (2013)	348 organizações, entre os anos de 2002 e 2007	As organizações que aderiram ao Novo Mercado apresentaram maior valor de mercado, indicando que os investidores pagam um valor adicional aos ativos dessas companhias se comparados, na média, com ativos das outras organizações.

Fonte: Da autora.

Embora o número de estudos empíricos abordando essa questão de pesquisa possa ser considerado amplo, a literatura aponta que os resultados ainda não indicam um consenso em relação aos impactos da governança corporativa e o desempenho das organizações. Caixe e Krauter (2014); Lameira, Ness Júnior e Soares (2007); Lopes, Bernardes e Lara (2009).

Na próxima seção, são apresentados trabalhos que focam no estudo da diversidade no conselho de administração e sua provável relação com o valor das organizações.

2.3.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIVERSIDADE E VALOR

Conforme já citado, a quantidade de estudos empíricos relacionando a diversidade no conselho e os impactos no valor de mercado das organizações ainda é pequena. No cenário brasileiro, a restrição é ainda maior. Pode-se dizer que a justificativa é o fato de o problema desta pesquisa ter sido explorado mais recentemente no mundo acadêmico.

Inserido nesse contexto, são apresentados a seguir alguns estudos considerados mais relevantes para a fundamentação teórica. Ademais, alguns de natureza empírica, que têm maior similaridade com o problema de pesquisa abordado nesta dissertação. Inicialmente,

seguem as pesquisas empíricas.

Carter, Simkins e Simpson (2003) estudaram a relação entre a diversidade no conselho, definida como a porcentagem de mulheres e minorias (afroamericanos, asiáticos e hispânicos) presentes no órgão, e o valor de mercado de 637 empresas listadas na *Fortune* 1000, esse calculado pelo Q de Tobin. Os resultados indicaram uma relação positiva e significativa entre a participação de mulheres e minorias no conselho e o valor das organizações.

Adams e Ferreira (2009) estudaram a relação entre membros do sexo feminino como conselheiras e o impacto na governança e no desempenho de empresas norte americanas, listadas na Standard & Poor's 500, S&P MidCap e S&P Small Cap. A amostra abrangeu 86.714 observações de 1939 empresas, de 1996 a 2003.

Como *proxy* para o desempenho, o Q de Tobin e o Retorno sobre o Ativo (*Return on Assets* – ROA) foram adotados. A pesquisa aponta que: (i) mulheres têm mais registros de frequência do que homens e tendem a participar mais nos comitês de monitoramento, e (ii) conselhos diversificados executam de forma mais intensa o monitoramento. Os resultados sugerem que o efeito médio da diversidade de gênero no desempenho é negativo, e a obrigatoriedade de cotas pode reduzir o valor de empresas que já possuem boa governança.

Ararat, Aksu e Cetin (2010) investigaram o impacto da diversidade no conselho no desempenho financeiro das 100 empresas listadas no ISE-100 da Istanbul Stock Exchange (ISE). As dimensões utilizadas foram: (i) gênero e idade como atributos observáveis, e (ii) formação educacional e nacionalidade como *proxies* de atributos não observáveis de valores, crenças, habilidades e competências.

A análise foi feita por meio de um índice e pelas dimensões como variáveis isoladas no modelo econométrico. Como *proxy* para o desempenho, a razão Market-to-Book, Q de Tobin e Retorno sobre o Patrimônio foram usadas.

Para atingir seus objetivos, os autores analisaram o processo pelo qual a diversidade pode afetar o desempenho, e adotando como premissa a potencial contribuição para o aumento da intensidade do monitoramento (definida como número de reuniões, número de comitês, auditoria e a qualidade dos relatórios financeiros e a frequência de divulgação). Os resultados sugerem que conselhos diversificados são melhores na atividade de monitoramento, mitigando potenciais problemas de agência e melhorando o desempenho da empresa.

Fraga e Silva (2012) investigaram a composição dos conselhos de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, quanto à diversidade de sexo, faixa etária, educacional e independência ou não dos integrantes, para verificar se havia relação entre diversidade e o desempenho, mensurado pelo Q de Tobin. A amostra foi composta pelas organizações que não possuíssem controle majoritário (que tinham, em 31.12 de cada ano, mais de 50% de ações em circulação no mercado).

Dados de 2005 a 2008 foram analisados. O número total de observações foi 71, distribuídas da seguinte forma: duas em 2006, 13 em 2007, 26 em 2008 e 30 em 2009. Os resultados indicam que: (i) existe relação entre a diversidade na educação formal e o desempenho da empresa; porém, nem sempre na mesma direção; é positiva quando se trata de anos de escolaridade e negativa, quando a diversidade se refere às áreas da educação formal dos conselheiros; (ii) embora o número de mulheres nos conselhos seja pequeno, os dados apontam um desempenho de mercado significativamente superior para empresas que tinham, em seus conselhos, pelo menos um integrante do sexo feminino.

Liu, Wei e Xie (2014) estudaram o efeito da diversidade de gênero em conselhos de administração, medido pela percentagem de mulheres, no desempenho de empresas chinesas listadas na *Shanghai and Shenzhen Stoch Exchanges*, excluindo as pertencentes dos setores financeiro e de utilidade pública. Uma amostra de 16.964 observações de mais de 2000 empresas foi composta, entre 1999 a 2011.

Os indicadores adotados como *proxy* para o desempenho foram o Retorno sobre Vendas (*Return on Sales – ROS*) e o Retorno sobre o Ativo (*Return on Assets – ROA*). Os resultados demonstraram uma relação positiva e significativa no desempenho em relação ao número de mulheres como conselheiras, e os impactos são mais relevantes quando o esse número é igual ou superior a três.

O Quadro 5, adiante, é um resumo desses trabalhos, incluindo autores, amostra e período e o que os resultados obtidos na pesquisa sugerem.

A literatura aponta ainda que os resultados obtidos nas pesquisas dessa natureza, referentes aos impactos da diversidade no conselho sobre o desempenho das empresas, ainda não são conclusivos. Rhode e Packel (2010) citam que os diferentes achados (impactos positivos, negativos ou sem significância) podem ser reflexo das diferentes metodologias adotadas, além do contexto em que estão inseridas.

QUADRO 5 - ESTUDOS EMPÍRICOS RELACIONANDO DIVERSIDADE E DESEMPENHO

Autores	Amostra e Período	Resultados obtidos sugerem
Carter, Simkins e Simpson (2002)	637 empresas listadas na <i>Fortune</i> 1000	Relação positiva e significativa entre a participação de mulheres e minorias no conselho e o valor das organizações; medido pelo Q de Tobin.
Adams e Ferreira (2008)	86.714 observações de 1939 empresas norte-americanas da Standard & Poor's 500, S&P MidCap e S&P Small Cap e período de 1996 a 2003	O efeito médio da diversidade de gênero no desempenho é negativo, medido pelo Q de Tobin e pelo ROA, e a obrigatoriedade de cotas para gêneros pode reduzir o valor de empresas que já possuem boa governança.
Ararat, Aksu e Cetin (2010)	100 empresas listadas no ISE-100 da Istanbul Stock Exchange (ISE).	Conselhos diversificados são melhores na atividade de monitoramento, mitigando potenciais problemas de agência e melhorando o desempenho da empresa; medida pelos indicadores Market-to-Book, Q de Tobin e Retorno sobre o Patrimônio.
Fraga e Silva (2012)	71 observações distribuídas da seguinte forma: 02 em 2006, 13 em 2007, 26 em 2008 e 30 em 2009.	Existe relação com o desempenho, Q de Tobin; positiva para anos de escolaridade e negativa para às áreas da educação formal dos conselheiros. Para a dimensão gênero, embora o número de mulheres nos conselhos seja pequeno; os dados apontam para um desempenho significativamente superior para empresas que tinham em seus conselhos pelo menos um integrante do sexo feminino.
Liu, Wei e Xie (2014)	Empresas chinesas listadas na <i>Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges</i> , excluindo-se aquelas dos setores financeiro e de utilidade pública, compondo uma amostra com 16.964 observações de mais de 2000 empresas e período de 1999 a 2011.	Relação positiva e significante no desempenho em relação ao número de mulheres como conselheiras, sendo os impactos mais significativos quando o número de mulheres é igual ou superior a 3.

Fonte: Da autora.

A seguir, são listados trabalhos **sem aplicação de testes empíricos**.

Johnson, Schnatterly e Hill (2013), em revisão de literatura sobre estudos

relacionados à composição do conselho de administração, apontam que há um número crescente de pesquisas que investigam o órgão em termos de características relacionadas a fatores como idade, raça, gênero, formação acadêmica, experiências anteriores, entre outras. Destacam que há necessidade, indicada nos próprios estudos, de novos trabalhos sobre o tema, pois a composição do conselho é considerada como fator crítico nos resultados da organização.

Rhode e Packel (2010) fizeram uma revisão de pesquisas recentes, envolvendo a diversidade no conselho (dimensões estudadas diversidade racial, étnica e de gênero) e a relação com o desempenho corporativo, reputação, governança e tomada de decisão. O objetivo era elaborar, por meio das informações obtidas, um panorama geral sobre conclusões, abordagens utilizadas, pontos fortes e fracos de cada estudo, entre outros pontos.

Com base nesse trabalho, os autores concluíram que a relação entre a diversidade e o desempenho corporativo ainda é controversa, relacionando os estudos em três grupos, segundo os resultados obtidos: (i) há impacto positivo, (ii) há impactos negativos e (iii) não apresentam uma relação significativa.

Para os demais pontos objeto de análise, relacionados a outros potenciais benefícios da diversidade no conselho, os achados sugerem uma relação positiva com a melhora no processo decisório e da imagem pública da empresa. Todavia, os autores ressaltam que tal resultado não é alcançado por um processo de imediatismo, e sim de um trabalho progressivo. Adicionalmente, apontam possíveis barreiras que dificultam o processo. Por fim, sugerem estratégias que possam contribuir para promover a diversidade no conselho.

Sequencialmente, um **estudo cujo tema de pesquisa aborda entre outros itens a diversidade do conselho de administração** será apresentado.

Como já discutido, o número de trabalhos cujo problema de pesquisa é analisar a relação entre valor e diversidade do conselho é limitado. Assim é necessário identificar na literatura outros estudos relevantes, dentro do tema focal sendo investigado, governança corporativa, que possam ter similaridades com a pesquisa em desenvolvimento.

Inserido nesse cenário, identificou-se um trabalho, o de Silva (2014). Embora não aborde especificamente a mesma questão de pesquisa desta dissertação, em seu contexto, inclui a análise da relação da diversidade no conselho e uma medida de rentabilidade, através de modelos estatísticos. Nos próximos parágrafos, este estudo será detalhado.

Silva (2014) investigou a relação entre as características da estrutura de governança

das empresas, com foco na estrutura de controle e propriedade, no conselho de administração e o retorno anormal para as adquirentes listadas em bolsa no Brasil.

Um de seus objetivos específicos foi investigar a relação entre o retorno anormal das adquirentes e a estrutura do conselho, com foco na independência, no acúmulo dos cargos de presidente executivo e do conselho, no tamanho, na existência de comitê de auditoria (ou conselho fiscal) e na **diversidade do conselho de administração**. Para esse último item, os resultados apontaram relação positiva com o retorno anormal, mas com significância estatística em apenas parte das análises.

No próximo capítulo, a metodologia desta pesquisa será apresentada, incluindo itens como a definição operacional das variáveis, a amostra, o período, as especificações dos modelos a serem aplicados, os resultados e as limitações.

3 METODOLOGIA

Esta é uma pesquisa quantitativa descritiva, que descreve a relação entre variáveis, partindo da premissa de que há relação entre elas. A investigação empírica foi conduzida por abordagem econométrica, especificamente, regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados ordinário (MQO). O objetivo foi verificar a existência de relações estatísticas entre as variáveis relacionadas e testar as alterações na variável dependente, provocadas pelo comportamento das variáveis independentes.

3.1 DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

Ao considerar a questão da pesquisa, cujo propósito é verificar a relação entre a diversidade no conselho de administração e o valor da empresa, as variáveis componentes do modelo de regressão serão apresentadas.

3.1.1 VARIÁVEL DEPENDENTE (Y) – Q DE TOBIN

A variável dependente é o valor de mercado, representada pelo Q de Tobin (Q). Tal indicador é utilizado como *proxy* para o valor da companhia e expressa o valor de mercado da organização, em um sentido de *performance*, tornando-o passível de comparação entre outras empresas. (FAMA; BARROS, 2000)

Em termos conceituais, Tobin (1958) o define conforme equação adiante:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{VMA} + \text{VMD}}{\text{VRA}}$$

Em que: VMA – Valor de Mercado das Ações, VMD – Valor de Mercado das Dívidas e VRA – Valor de Reposição dos Ativos.

Em decorrência das dificuldades operacionais, para o cálculo, geralmente, são usadas aproximações. Nesta pesquisa foi utilizada a aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994), descrita a seguir:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VM + DT}{AT}$$

Em que: VM – Valor de Mercado da firma; DT – Dívidas totais contábeis da firma; AT – Ativo Total da empresa.

A escolha desse indicador baseou-se no fato de ser amplamente utilizado em pesquisas empíricas com o tema governança, através de modelos econométricos. Alguns estudos se destacam no Brasil: Silveira, Barros e Famá (2006); Lameira, Ness Júnior e Soares (2007); Silveira e Barros (2008); Catapan, Colauto e Barros (2013) e Caixe e Krauter (2014). Assim, justifica-se sua utilização nesta pesquisa.

Para o cômputo dessa variável, os dados foram coletados na base da Consultoria Economática®.

3.1.2 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS E DE CONTROLE

A escolha das variáveis componentes do modelo teve como referência os trabalhos de Silva (2014) e Silveira, Barros e Famá (2006). De forma geral, adotou-se os mesmos códigos de identificação e procedimentos de cálculo, mas, para a aderência ao contexto deste trabalho, algumas adaptações em algumas variáveis foram operacionalizadas.

Esses estudos foram escolhidos pelas similaridades com este: (i) referem-se a estudos empíricos com a aplicação de modelos econométricos, (ii) buscaram investigar a relação entre uma medida de desempenho e atributos de governança, e (iii) suas amostras são compostas por empresas negociadas em Bolsa no Brasil. Além desses três pontos, comuns aos dois trabalhos, sequencialmente, um breve resumo de cada um será apresentado, destacando-se itens específicos, análogos ao problema desta pesquisa.

Silva (2014), investigou a relação entre a estrutura do conselho de administração e uma medida de desempenho, no caso, o retorno anormal das adquirentes. Para a estrutura do conselho, o foco foi nas dimensões: independência, acúmulo dos cargos de presidentes executivo e do conselho, tamanho, existência de comitê de auditoria (ou conselho fiscal) e **diversidade**. (grifo nosso)

Conforme destacado, neste estudo, especificamente, a diversidade no conselho é abordada, tema que é foco desta pesquisa, e sua relação com uma medida de desempenho. Ressalta-se ainda que este é um dos trabalhos empíricos pioneiros, no contexto brasileiro, no estudo da diversidade no conselho de administração.

Silveira, Barros e Famá (2006) investigaram a influência da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado de empresas brasileiras, utilizando os indicadores Q de Tobin e o Múltiplo Valor de Mercado sobre patrimônio líquido (*PBV-Price-to-book value*). Diferentes abordagens econométricas foram aplicadas, e uma delas é a regressão múltipla, pelo MQO. Especificamente, neste trabalho, destaca-se a similaridade da questão de pesquisa (relaciona governança corporativa com desempenho) e a metodologia.

3.1.2.1 Variáveis explicativas

3.1.2.1.1 Diversidade do conselho de administração

A definição desta variável teve como principal referência o trabalho de Silva (2014), que se baseou no de Silveira e Barros (2013), optando por adotar as mesmas nomenclaturas e formas de cômputo. Em seu contexto, a diversidade no conselho foi analisada, através de um índice composto por quatro dimensões: gênero, formação acadêmica, idade e cultural (em termos de nacionalidade).

Para esta dissertação, e considerando os objetivos da pesquisa, além do estudo por meio de um índice, seguindo o adotado pelo autor, também foi aplicado modelo no qual as quatro dimensões foram incluídas isoladamente na regressão. Essas diferentes especificações permitiram uma análise mais robusta dos resultados encontrados.

Adiante, os procedimentos de cálculo dessas variáveis e os códigos utilizados para representá-las no modelo de regressão serão detalhados:

- **Dimensões:** denominadas da seguinte forma: GEN (gênero), IDADE (idade), FORM ACAD (formação acadêmica) e CULT (cultural).

O cômputo foi feito pelo índice de Blau. Segundo Harrison, Klein (2007, p. 1210 apud SILVA, 2014, p. 71), é uma medida “indicada para a mensuração de diversidade como variedade. [...] é calculado da seguinte forma: índice de Blau = $1 - \sum p_k^2$ onde k é a categoria “k”; a medida varia de 0 a $(k-1)/k$.”

Cabe acrescentar um detalhe específico para o cômputo da formação acadêmica: caso existisse um conselheiro com mais de um curso de graduação, e se algum desses cursos não tivesse sido verificado no conselho, tal formação seria acrescida na categoria correspondente. Logo, nesses conselhos, o número total de formações é superior ao de conselheiros.

Em razão do exposto, além do índice de Blau, uma segunda metodologia para o cômputo da variável foi aplicada, por sistema de pontos, seguindo o procedimento adotado por Silveira e Barros (2013) e Silva (2014); pontuação variando de 0 a 3, e conforme o número de categorias de formação presentes no conselho, sequencialmente correspondente a apenas uma, duas, três e quatro.

- **Índice de diversidade do conselho de administração**, composto pelas quatro dimensões citadas e cômputo conforme adiante:

Etapa 1: Os índices de Blau de cada dimensão, calculados anteriormente, foram transformados em pontos, em uma escala de 0 a 3. Observações com o valor 0 (diversidade) receberam pontuação 0. As demais foram assim pontuadas:

- a) os casos abaixo do percentil 33 (P33) receberam 1 ponto;
- b) os classificados no ou acima do P33 e abaixo do P67 receberam 2 pontos;
- c) os demais receberam 3 pontos.

Esse procedimento de pontuação segue o adotado por Silva (2014).

Nota-se ainda que, para a segunda metodologia utilizada no cômputo da variável formação acadêmica, os valores já estavam na escala de 0 a 3. Portanto, não foi necessário tal procedimento.

Etapa 2: A pontuação obtida em cada dimensão foi somada e o resultado obtido dividido por 12 (máximo possível), fazendo a variável assumir valores entre 0 e 1.

Diante do exposto, a variável foi denominada **DIV CA blau** (todas as dimensões computadas pelo índice de blau) e **DIV CA pontos** (no qual apenas a formação acadêmica teve cômputo por pontos). Ressalta-se ainda que o procedimento de cálculo do índice de diversidade seguiu o adotado por Silva (2014), que se baseou em Silveira e Barros (2013).

Uma vez definidas todas as variáveis, representativas da diversidade, o Quadro 6, em seguida, é um resumo, ilustrando sua composição e a forma de cômputo. Os dados para o cômputo das variáveis foram coletados na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto, nas Atas das Assembleias e Formulário de Referência

(consulta no site da CVM) das empresas.

Para alguns conselheiros, a formação acadêmica não foi localizada nessas fontes. Desse modo, a pesquisa foi feita também no site da própria empresa, em links de relação com investidores, governança corporativa e conselho de administração, além de outras edições do referido Anuário, 2013, 2011 e 2012. Ocasionalmente, também foram consultadas Atas das Assembleias de outras organizações que desempenharam essa mesma função.

QUADRO 6 - PROCEDIMENTOS PARA O CÔMPUTO DAS VARIÁVEIS DE DIVERSIDADE DO CONSELHO

Dimensão	Procedimentos
Gênero	Foi calculada a proporção de homens e mulheres no conselho. Com base nas proporções será calculado o índice de Blau.
Formação Acadêmica	Com base em Silveira e Barros (2013) e Silva (2014) foram consideradas quatro categorias de formação: negócios*, direito, engenharia e tecnologia da informação, outros. * Inclui os cursos: economia, administração, contabilidade, marketing. Formas de cômputo: 1. Índice de Blau- com base nas proporções será calculado o índice de Blau. 2. Pontuação: as observações receberão pontos de 0 a 3, seguindo o número de categorias de formação presentes no conselho, conforme abaixo: <ul style="list-style-type: none"> • 0 pontos para os que tinham apenas uma categoria. • 1 ponto para os que tinham duas categorias. • 2 pontos para os que tinham três categorias. • 3 pontos para os que tinham as quatro categorias.
Idade	Com base em Silva (2014) os conselheiros foram classificados nas seguintes faixas de idade: <ul style="list-style-type: none"> • Até 30 anos; • Acima de 30 e até 40 anos; • Acima de 40 anos e até 50 anos; • Acima de 50 e até 60 anos; • Acima de 60 e até 70 anos; • Acima de 70 anos. Com base nas proporções será calculado o índice de Blau.

Continua

Conclusão

Dimensão	Procedimentos
Cultural	<p>Para a diversidade cultural foi considerada a presença de conselheiros de outras nacionalidades. Tal procedimento, bem como a forma de cômputo, seguiu o adotado por Silva (2014) que por sua vez se baseou no trabalho de Silveira e Barros (2013).</p> <p>Para cada conselheiro foi indicada sua nacionalidade, gerando um número máximo de categorias de acordo com o número de nacionalidades presentes, e com base nas proporções das categorias será calculado o índice de Blau.</p>
Índice de Diversidade (consolidado)	<p>Os índices de Blau de cada dimensão serão transformados em pontos em uma escala de 0 a 3. Observações com o valor 0 (diversidade) receberam pontuação 0. As demais serão pontuadas conforme abaixo:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Os casos abaixo do percentil 33 (P33) receberam 1 ponto; • Os classificados no ou acima do P33 e abaixo do P67 receberam 2 pontos; • Os demais receberam 3 pontos. <p>A pontuação obtida em cada dimensão será somada e sequencialmente o resultado obtido será dividido por 12 (máximo possível), fazendo a variável assumir valores entre 0 e 1.</p> <p>Observação: No caso da segunda forma de cômputo da formação acadêmica os valores já estão na escala de 0 a 3, logo não sendo necessário tal procedimento.</p>

Fonte: Adaptado de Silva (2014)

3.1.2.2 Variáveis de Controle

3.1.2.2.1 Independência do conselho de administração

Denominada INDEP e calculada pela relação entre o número de conselheiros classificados como independentes e o número total de membros do conselho de administração. Apenas os membros titulares foram considerados, conforme Silva (2014).

Os dados foram coletados na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa, da Revista Capital Aberto.

3.1.2.2.2 Tamanho do conselho de administração

Uma variável binária, denominada TAM CA, foi utilizada, que assumiu o valor 1 (um), quando o conselho tinha entre cinco a 11 membros, como recomendado pelo IBGC

(2009) e 0 (zero) caso contrário, conforme procedimento adotado por Silva (2014). A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.1 foi utilizada.

3.1.2.2.3 Acúmulo das funções de presidente executivo e do conselho

Uma variável binária, denominada DUALIDADE, foi utilizada, assumiu o valor 1 (um) quando os dois cargos eram preenchidos pela mesma pessoa, e 0 (zero) caso contrário, seguindo o adotado por Silva (2014). A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.1 foi utilizada.

3.1.2.2.4 Estrutura de propriedade e controle

Duas variáveis foram adotadas, conforme a seguir, com base em Silva (2014):

a) Fração da propriedade detida pelos três maiores acionistas diretos.

Denominada FC123AD, indicativa da participação no total de ações pelos três maiores acionistas diretos. A composição dessa variável segue o Anuário de Governança Corporativa (CAPITAL ABERTO, 2012),

b) Diferença entre Direitos de Controle e Direitos de Propriedade.

Denominada DIF123AD, variável calculada pela diferença entre os direitos de voto (participação no capital votante) e direitos de propriedade (participação no total de ações) dos três maiores acionistas diretos. Para ambas as variáveis, a mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.1 foi utilizada.

3.1.2.2.5 Estrutura de capital

Denominada DIV PL, calculada como a dívida financeira total sobre o Patrimônio Líquido da empresa, conforme Silveira, Barros e Famá (2006). Os dados foram extraídos da base da Consultoria Economática®.

3.1.2.2.6 Liquidez

Denominada LIQ, com dados extraídos da Consultoria Economática®, baseados no volume de negócios com ação durante o ano, conforme Silveira, Barros e Famá (2006).

3.1.2.2.7 Índice de Payout

Denominada PAYOUT, definida como dividendos pagos por ação sobre o lucro líquido por ação ao final do exercício, seguindo Silveira, Barros e Famá (2006). A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.5 foi utilizada.

3.1.2.2.8 Rentabilidade da empresa

Denominada LAJIRDA, Lucro antes de juros, imposto de renda e depreciação do ativo sobre o Ativo Total, conforme Silveira, Barros e Famá (2006). A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.5 foi utilizada.

3.1.2.2.9 Oportunidades futuras de crescimento

Denominada CREC, representada pelo crescimento percentual acumulado da receita operacional dos três últimos anos, segundo Silveira, Barros e Famá (2006). Adicionalmente, nos casos em que não havia dados disponíveis dos últimos três anos, o dado disponível foi considerado, isto é, o crescimento de dois ou de um ano, com cálculo da equivalência para três anos. A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.5 foi utilizada.

3.1.2.2.10 Porte da empresa

Denominada PORTE, cômputo pelo logaritmo da Receita Operacional Líquida da empresa, conforme Silveira, Barros e Famá (2006). A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.5 foi utilizada.

3.1.2.2.11 Natureza da operação

Denominada TANG, calculada como a relação entre o Ativo Imobilizado Bruto sobre a Receita Operacional Líquida. É uma aproximação para o nível de tangibilidade da empresa, segundo Silveira, Barros e Famá (2006). A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.5 foi utilizada.

3.1.2.2.12 Setor de atuação

Conforme Silva (2014), denominada SETOR REG, variável binária representando se o setor da empresa é regulamentado ou não. Os seguintes valores foram assumidos:

- a) 1 (um) quando o setor da empresa era regulamentado; e
- b) 0 (zero), caso contrário.

Para os setores, a classificação adotada pelo Economatica® foi utilizada. Os regulamentados são: Energia Elétrica, Mineração, Minerais não Metálicos, Petróleo e Gás, Telecomunicações e Transporte. Referem-se a setores com agências reguladoras federais, ou no caso da mineração, com o Departamento Nacional de Produção Mineral.

Essa foi uma definição alternativa àquela utilizada em estudos com a classificação de todos os setores da Economatica®, pois, com esse procedimento, perdem-se muitos graus de liberdade em uma amostra reduzida, caso deste estudo. A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.5 foi utilizada.

3.1.2.2.13 Identidade do acionista controlador

Denominada IDENT, conjunto de variáveis binárias e classificadas de acordo com as categorias adotadas no Anuário de Governança Corporativa (CAPITAL ABERTO, 2012), fonte dos dados, como a seguir:

- a) Familiar (FAMILIAR);
- b) Estatal (ESTATAL);
- c) Estrangeiro (ESTRANG);
- d) Pulverizado (PULVERIZ);
- e) Compartilhado (COMPART).

A escolha dessa variável teve como referência o trabalho de Silva (2014). A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.1 foi utilizada.

3.1.2.2.14 Emissão de ADRs

Denominada ADR23, variável binária que assumiu valor igual a 1 (um) se a empresa negociava ADRs 2 ou 3 na bolsa de Nova York ou NASDAQ, e 0 (zero), caso contrário, seguindo Silveira, Barros e Famá (2006).

Os dados foram coletados no Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital

Aberto 2012, no Formulário de Referência das empresas, item Valores Mobiliários, consulta via site da CVM.

3.1.2.2.15 Adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa

A definição desta variável teve como referência o trabalho de Silveira, Barros e Famá (2006). Adaptações no modelo original foram concretizadas para aderência ao contexto desta pesquisa, conforme descrito a seguir.

Devido às restrições do modelo econométrico, pela amostra ser pequena, relacionada à perda de graus de liberdade com a utilização de um número elevado de variáveis e, consequentemente, perda na qualidade do modelo, o Nível 1 de Governança Corporativa não foi utilizado como uma variável, contrariamente ao praticado pelos autores. Para essa alteração, ponderou-se também que a diferença dos critérios desse segmento com o Tradicional não ser tão relevante (para o contexto do estudo sendo desenvolvido), não impactando significativamente o modelo sendo estudado.

Assim exposto, a variável Adesão aos Níveis Diferenciados, denominada BOV, foi computada da seguinte forma: variável binária, que assumiu valor igual a 1 (um) se a empresa estivesse listada nos segmentos Novo Mercado ou Nível 2 de Governança Corporativa BM&FBOVESPA, e valor 0 (zero), caso contrário. A mesma fonte indicada no item 3.1.2.2.1 foi utilizada.

3.1.2.3 Resumo das variáveis

O Quadro 7 é um resumo de todas as variáveis utilizadas no estudo:

QUADRO 7 - RESUMO DAS VARIÁVEIS ANALISADAS

Código	Variável
Q	Q de Tobin Valor de mercado, $Q \text{ TOBIN} = \frac{VM + DT}{AT}$

Continua

Continuação

Código	Variável
DIV CA	<p>Índice de Diversidade do Conselho de Administração.</p> <p>Índice de 0 a 1 que reflete a heterogeneidade do conselho, composto pelas dimensões gênero, formação acadêmica, idade e cultural.</p> <p>Considerando que para o cômputo da formação acadêmica foram utilizadas duas metodologias será acrescido no código da variável a referência de qual sistemática se refere.</p> <p>DIV CA blau, para índice de Blau</p> <p>DIV CA pontos, para pontuação.</p>
GEN	<p>Gênero</p> <p>Homens e mulheres no conselho. Cálculo: índice de Blau.</p>
FORM ACAD	<p>Formação Acadêmica</p> <p>Quatro categorias de formação: negócios, direito, engenharia e tecnologia, e outros.</p> <p>Considerando que para o cômputo da variável foram utilizadas duas metodologias será acrescido em seu código a referência de qual sistemática se refere.</p> <p>Form acad blau, para índice de Blau</p> <p>Form acad pontos, para pontuação.</p>
IDAD	<p>Idade</p> <p>Classificação em faixas: até 30 anos; acima de 30 e até 40 anos; acima de 40 anos e até 50 anos; acima de 50 e até 60 anos; acima de 60 e até 70 anos; acima de 70 anos. Cálculo: Índice de Blau.</p>
CULT	<p>Cultural</p> <p>Conselheiros de outras nacionalidades. Cálculo: Índice de Blau.</p>
INDEP	<p>Independência do Conselho de Administração</p> <p>Número de conselheiros classificados como independentes sobre o número total de componentes do conselho de administração. Considerados apenas os membros titulares.</p>
TAM CA	<p>Tamanho do Conselho de Administração</p> <p>Variável binária: 1 caso o conselho tenha entre 5 a 11 membros, 0 caso contrário.</p>
DUALIDADE	<p>Acúmulo das funções Presidente Executivo e Presidente do Conselho</p> <p>Variável binária: 1 caso os dois postos sejam preenchidos pelo mesmo indivíduo, 0 caso contrário.</p>

Continuação

Código	Variável
DIF123AD	Diferença entre Direitos de Controle e Direitos de Propriedade Diferença entre os direitos de voto (participação no capital votante) e direitos de propriedade (participação no total de ações) dos três maiores acionistas diretos.
DIV PL	Estrutura de Capital Dívida financeira total sobre o Patrimônio Líquido da empresa.
LIQ	Liquidez Dados do sistema Economática®, baseados no volume de negócios com ação durante o ano.
PAYOUT	Índice de Payout Dividendos pagos por ação sobre o Lucro Líquido por ação ao final do exercício.
LAJIRDA	Rentabilidade da empresa Lucro antes de juros, imposto de renda e depreciação do ativo sobre o Ativo Total.
CREC	Oportunidades futuras de crescimento Crescimento percentual acumulado da receita operacional dos 3 (três) últimos anos. Adicionalmente, nos casos em que não havia dados disponíveis dos últimos 3 (três) anos, foi considerado o dado disponível, o crescimento de 2 (dois) ou de 1 (um) ano, com cálculo da equivalência para 3 (três) anos.
PORTE	Porte da empresa Logaritmo da Receita Operacional Líquida da empresa.
TANG	Natureza da operação Ativo imobilizado bruto sobre a receita operacional líquida.
SETOR REG	Setor Regulamentado Seguiu-se a classificação de setores conforme Economática®. Os considerados como regulamentados foram: Energia Elétrica, Mineração, Minerais não Metálicos, Petróleo e Gás, Telecomunicações e Transporte. Variável binária: 1 se a empresa pertencer a setor regulamentado, 0 caso contrário.

Código	Variável
FAMILIAR	Identidade do acionista controlador Variável binária: 1 caso o controle seja familiar, 0 caso contrário.
ESTATAL	Identidade do acionista controlador Variável binária: 1 caso o controle seja estatal, 0 caso contrário.
ESTRANG	Identidade do acionista controlador Variável binária: 1 caso o controle seja estrangeiro, 0 caso contrário.
PULVERIZ	Identidade do acionista controlador Variável binária: 1 caso o controle seja pulverizado, 0 caso contrário.
COMPART	Identidade do acionista controlador Variável binária: 1 caso o controle seja compartilhado, 0 caso contrário.
ADR23	Emissão de ADRs Variável binária: 1 se a empresa negocia ADRs nível 2 ou 3, 0 caso contrário.
BOV	Adesão aos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA Variável binária: 1 se a empresa está listada nos segmentos Novo Mercado e Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, 0 caso contrário.

Observações: As variáveis GEN, FORM ACAD, IDAD e CULT compõem o Índice de Diversidade DIV CA, e também serão testadas isoladamente. As informações listadas nesta tabela têm como referência o item 3.1. Definição Operacional das Variáveis, no qual são detalhadas as variáveis, logo as fontes são as indicadas neste tópico do trabalho.

Fonte: Da autora.

3.2 AMOSTRA E PERÍODO

A amostra foi inicialmente formada pelas 99 empresas listadas na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa da revista Capital Aberto, como sendo as mais líquidas da referida BM&FBOVESPA. Devido à insuficiência de dados, para o cômputo de algumas variáveis de controle, nove foram excluídas, compondo uma amostra final com 90 organizações.

Ao partir da premissa de que as decisões do conselho não resultam em efeitos imediatos além do ano de 2012, também foi estudado o seguinte, 2013. Nesse caso, apenas os valores atualizados das variáveis financeiras foram utilizados, mantendo como *proxy* as

demais variáveis calculadas/ obtidas para 2012.

Cabe ressaltar que, pelo fato de a composição da amostra não ter sido efetivada por critérios aleatórios, os resultados não podem ser extrapolados para toda a população.

3.3 FONTE DOS DADOS

Os dados são de natureza secundária e foram coletados: (i) na base da Consultoria Económica®, (ii) na edição de 2012 do Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto; e (iii) nas Atas das Assembleias e Formulário de Referência (consulta no site da CVM).

Nos casos em que a formação acadêmica do conselheiro foi identificada nas fontes (ii) e (iii), já citadas, foram consultados o site da própria empresa, links relação com investidores, governança corporativa e conselho de administração, outras edições do referido Anuário, 2013, 2011 e 2012 (CAPITAL ABERTO, 2011, 2012, 2013), e ocasionalmente, Atas de Assembleia de outras empresas em que esse conselheiro tenha atuado/ atua.

Complementa-se que, de forma a facilitar a consulta das fontes de dados utilizadas na pesquisa, tais informações foram inseridas na descrição das variáveis, item definição operacional das variáveis.

3.4 MODELO CONCEITUAL

Para atingir o objetivo da pesquisa, uma abordagem econométrica foi utilizada; especificamente, a regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados ordinário (MQO). O objetivo foi testar a existência de relações estatísticas entre as variáveis relacionadas, ou seja, as alterações na variável dependente provocadas pelo comportamento das variáveis independentes. Assim, a criação do modelo conceitual para a aplicação da regressão foi necessária.

Ao considerar a questão de pesquisa deste estudo, isto é, identificar impactos da diversidade do conselho de administração no valor de mercado das empresas, sendo esse representado pelo indicador Q de Tobin, o modelo conceitual foi descrito através de uma equação, com base em Silva (2014), representando, de forma genérica, a base da regressão nos diferentes testes desenvolvidos:

Equação genérica – modelo de regressão linear múltipla

$$\text{Valor}_i = \alpha + \sum_{j=1}^m \beta_j \cdot \text{Diversidade}_{ji} + \sum_{k=1}^n \gamma_k \cdot \text{VC}_{ki} + \varepsilon_i$$

Onde:

- i : o subscrito “i” indica a empresa;
- Valor:
 - Representa o valor de mercado, Q de Tobin, da i-ésima empresa;
 - α : refere-se ao intercepto, a ser estimado;
 - Diversidade_j é a variável “j” representativa da diversidade do conselho de administração, podendo “m” ser igual a 4 (gênero, idade, formação acadêmica e diversidade cultural) ou a 1 (índice que agrega as quatro dimensões analisadas);
 - β_j é o coeficiente de regressão da variável Diversidade_j , a ser estimado;
 - VC_k é a variável de controle “k”;
 - γ_k é o coeficiente de regressão da variável de controle “k” a ser estimado; e
 - ε_i é o termo de erro aleatório da i-ésima empresa.

3.5 ESPECIFICAÇÕES DAS REGRESSÕES

Basicamente, duas especificações de regressão foram aplicadas; a diferença se refere à variável explicativa utilizada para representar a diversidade: (i) índice, e (ii) às dimensões formação acadêmica, idade, gênero e cultural, consideradas isoladamente.

Ademais, uma vez que para o cômputo da formação acadêmica, duas metodologias foram aplicadas, índice de blau e pontuação, em cada especificação, houve duas composições: uma para cada sistemática de cálculo, resultando, assim, em quatro especificações diferentes, conforme resumo no Quadro 8, a seguir:

QUADRO 8- RESUMO DAS REGRESSÕES

Modelo A: Variável Explicativa- Índice de Diversidade
A1 –DIV CA (formação acadêmica índice de Blau)
A2 – DIV CA (formação acadêmica pontos)
Modelo B: Variáveis Explicativas – Dimensões da diversidade isoladamente
B1 – FORM ACAD BLAU, GEN, IDAD e CULT
B2 – FORM ACAD PONTOS, GEN, IDAD e CULT

Fonte: Da autora.

Por fim, acrescenta-se que é provável que exista correlação entre as variáveis ADR23 e BOV e outras, relativas à estrutura de governança das empresas. Tal correlação pode reduzir a possibilidade de encontrar relações significantes em decorrência da multicolinearidade.

3.6 ETAPAS

As etapas realizadas foram: coleta e tabulação dos dados, estatísticas descritivas, aplicação das diferentes especificações e análise dos resultados.

3.7 LIMITAÇÕES DO MODELO

A abordagem econométrica utilizada foi a Regressão Linear Múltipla estimada, pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinário (MQO). Neste trabalho, as mesmas limitações de pesquisas acadêmicas que utilizam essa abordagem para investigar a relação entre atributos de governança corporativa e valor foram enfrentadas. Destacam-se os problemas adiante:

3.7.1 ENDOGENEIDADE

Silveira, Barros e Famá (2006, p. 8) citam que:

Assume-se que os mecanismos de governança corporativa sejam variáveis exógenas, portanto não determinadas por outros mecanismos de governança ou demais características da empresa. É possível, entretanto, que alguns mecanismos de governança, ou a própria qualidade de governança corporativa sejam, de fato, variáveis endógenas, isto é, variáveis influenciadas por outros mecanismos de

governança ou por outros atributos da empresa. Caso isso seja verdade, os diversos estudos realizados que objetivavam capturar o efeito isolado de mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho podem ter apresentado resultados viesados e inconsistentes, por utilizarem a premissa de que os mecanismos de governança são exógenos na influência sobre o desempenho corporativo.

Como apresentado, esta pesquisa está inserida nesse contexto, por assumir como premissa que a diversidade do conselho de administração é uma variável exógena na influência do valor de mercado das empresas. Logo, os resultados podem ser viesados e inconsistentes.

3.7.2 CAUSALIDADE REVERSA

O problema de causalidade reversa se caracteriza pelo fato de que o estudo parte do pressuposto de que a qualidade de governança afeta o desempenho (variável dependente). No entanto, o contrário também pode acontecer, ou seja, o desempenho da empresa afetar a qualidade de governança corporativa. Neste estudo, assume-se a premissa de que “a causalidade apresenta um sentido único da governança corporativa para o valor das empresas”. (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006, p. 4).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo, os resultados da pesquisa empírica e sua análise serão apresentados, com a seguinte estrutura: tópico 4.1, destinado às estatísticas descritivas, 4.2, às correlações, 4.3, às análises das regressões aplicadas, e por fim, 4.4, que contempla um resumo dos resultados obtidos.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Este tópico se divide em duas seções: (i) resultados de todas as variáveis do modelo de regressão, e (ii) análises complementares de variáveis diretamente relacionadas ao conselho de administração e à diversidade (foco da pesquisa).

4.1.1 ANÁLISE GERAL

A amostra inicial era composta por 99 organizações, mas, por falta de dados financeiros para o cálculo de algumas variáveis de controle, nove organizações foram excluídas em cada período, 2012 e 2013, resultando em uma base com 90 observações.

As estatísticas descritivas das variáveis dependente, explicativas e de controle, estão expostas na Tabela 4, em seguida. Cabe salientar que a composição das amostras nos dois anos é muito parecida, justificando que algumas variáveis apresentem estatísticas iguais ou sem significativa diferença.

Cabe ainda destacar que, para complementar as análises, serão apresentados, ao longo da seção, alguns gráficos, mas considerando o exposto acima sobre os resultados serem parecidos nos períodos estudados, e para facilitar a leitura, optou-se pela exposição de apenas gráficos com dados do ano de 2012.

TABELA 4 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Variável	2012					2013				
	Média (ou Proporção para variáveis binárias)	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação de Pearson	Média (ou Proporção para variáveis Binárias)	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação de Pearson
Q	1,91	0,47	8,30	1,48	0,77	1,68	0,34	6,37	1,15	0,68
DIV CA (f.acad Blau)	0,48	0,17	0,83	0,15	0,31	0,47	0,17	0,83	0,15	0,32
DIV CA (f.acad Pontos)	0,47	0,17	0,75	0,15	0,32	0,47	0,17	0,75	0,16	0,34
GEN	0,10	0,00	0,44	0,13	1,30	0,10	0,00	0,44	0,13	1,30
FORM ACAD – Blau	0,55	0,24	0,74	0,10	0,18	0,55	0,24	0,74	0,10	0,18
FORM ACAD - Pontos	1,99	1,00	3,00	0,69	0,35	1,99	1,00	3,00	0,69	0,35
IDAD	0,65	0,32	0,80	0,09	0,14	0,66	0,38	0,80	0,08	0,12
CULT	0,15	0,00	0,68	0,20	1,33	0,15	0,00	0,68	0,20	1,33
INDEP	0,31	0,00	0,89	0,20	0,65	0,31	0,00	0,89	0,21	0,68
TAM CA	0,89	0,00	1,00	-	-	0,88	0,00	1,00	-	-
DUALIDADE	0,20	0,00	1,00	-	-	0,19	0,00	1,00	-	-
FC123AD	0,48	0,00	0,82	0,20	0,42	0,47	0,00	0,82	0,19	0,40
DIF123AD	0,09	-0,02	0,62	0,17	1,89	0,09	-0,02	0,62	0,17	1,89
DIV PL	0,58	-6,97	5,23	1,29	2,22	0,57	-6,80	4,16	1,17	2,05
LIQ	0,72	0,03	6,98	1,03	1,43	0,72	0,01	6,05	0,92	1,28
PAYOUT	0,44	-3,57	5,78	0,96	2,18	1,39	-2,38	80,97	8,53	6,14
LAJIRDA	0,10	-0,93	0,42	0,15	1,50	0,05	-2,85	0,41	0,39	7,80
CREC	4,84	-0,56	343,08	36,08	7,45	1,79	-0,91	83,35	9,02	5,04
PORTE	6,61	3,83	8,45	0,69	0,10	6,61	3,64	8,48	0,71	0,11
TANG	1,85	0,00	58,38	7,00	3,78	1,56	0,00	49,28	6,13	3,93

Continua

Conclusão

Variável	2012					2013				
	Média (ou Proporção para variáveis binárias)	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação de Pearson	Média (ou Proporção para variáveis binárias)	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação de Pearson
SETOR REG	0,29	0,00	1,00	-	-	0,30	0,00	1,00	-	-
FAMILIAR	0,27	0,00	1,00	-	-	0,27	0,00	1,00	-	-
ESTATAL	0,08	0,00	1,00	-	-	0,08	0,00	1,00	-	-
ESTRANG	0,07	0,00	1,00	-	-	0,07	0,00	1,00	-	-
PULVERIZ	0,08	0,00	1,00	-	-	0,08	0,00	1,00	-	-
COMPART	0,50	0,00	1,00	-	-	0,50	0,00	1,00	-	-
ADR23	0,24	0,00	1,00	-	-	0,24	0,00	1,00	-	-
BOV	0,76	0,00	1,00	-	-	0,76	0,00	1,00	-	-
Nº de observações			90					90		

Fonte: Da autora.

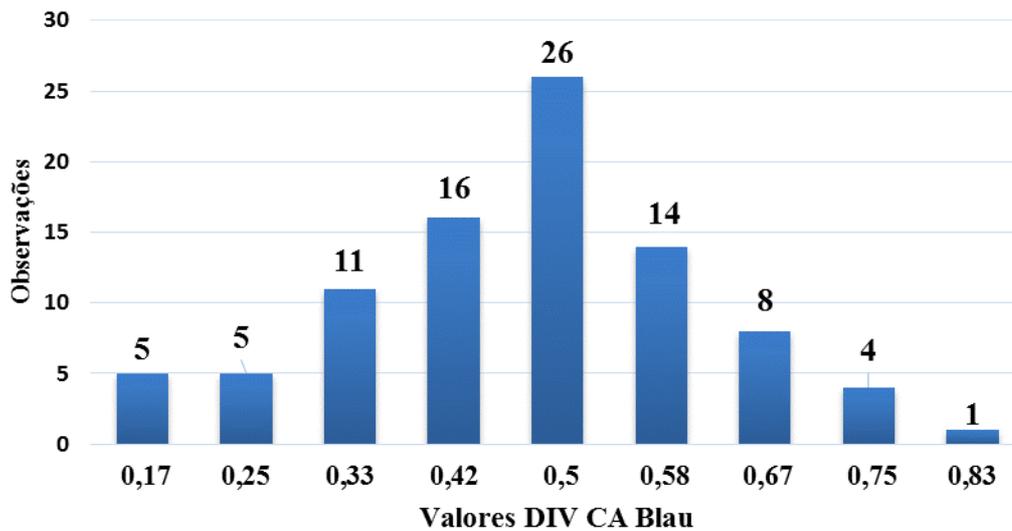
A primeira variável apresentada na Tabela 4 é a dependente, Q de Tobin (Q). Verifica-se em 2012 um valor médio de 1,91, e em 2013, de 1,68, significando que o valor de mercado das empresas da amostra foi superior em 91% e 68%, respectivamente, ao seu valor contábil. Quanto ao desvio padrão, o coeficiente foi maior na amostra de 2012, sinalizando maior dispersão, podendo também ser observado pela amplitude entre os valores mínimo e máximo e pelos coeficientes de variação de Pearson, 0,77 e 0,68, em 2012 e 2013, respectivamente.

Ao focar nas variáveis explicativas de interesse, observa-se que a média do **índice de diversidade**, DIV CA, teve resultados quase similares nas duas metodologias utilizadas para o cômputo da formação acadêmica, por índice de Blau e pontos, 0,48 e 0,47 em 2012 e 0,47 no ano seguinte. Isso também pode ser observado para outras estatísticas descritivas: os valores mínimo e máximo foram iguais para as duas sistemáticas de cálculo, e o desvio padrão de 0,15 obtido em três das análises e 0,16 em uma.

Com base nesses números, pode-se dizer que não houve diferença expressiva nos resultados obtidos nas formas de cálculo da formação acadêmica. Mediante essa constatação, e para facilitar a leitura, as análises foram focadas nos resultados obtidos por índice de Blau. Ademais, esse foi o método utilizado para o cômputo das demais dimensões que compõem o índice de diversidade, sendo mais fácil a comparação.

No Gráfico 1, adiante, segue a quantidade de observações por valor do índice de diversidade, esse podendo variar de 0 a 1. Como se observa, o valor médio de 0,50 foi o mais recorrente, com 26 observações, 28,9%. Nota-se ainda que nenhuma empresa da amostra atingiu o valor máximo de diversidade, 1: o máximo atingido foi 0,83, e com apenas uma observação.

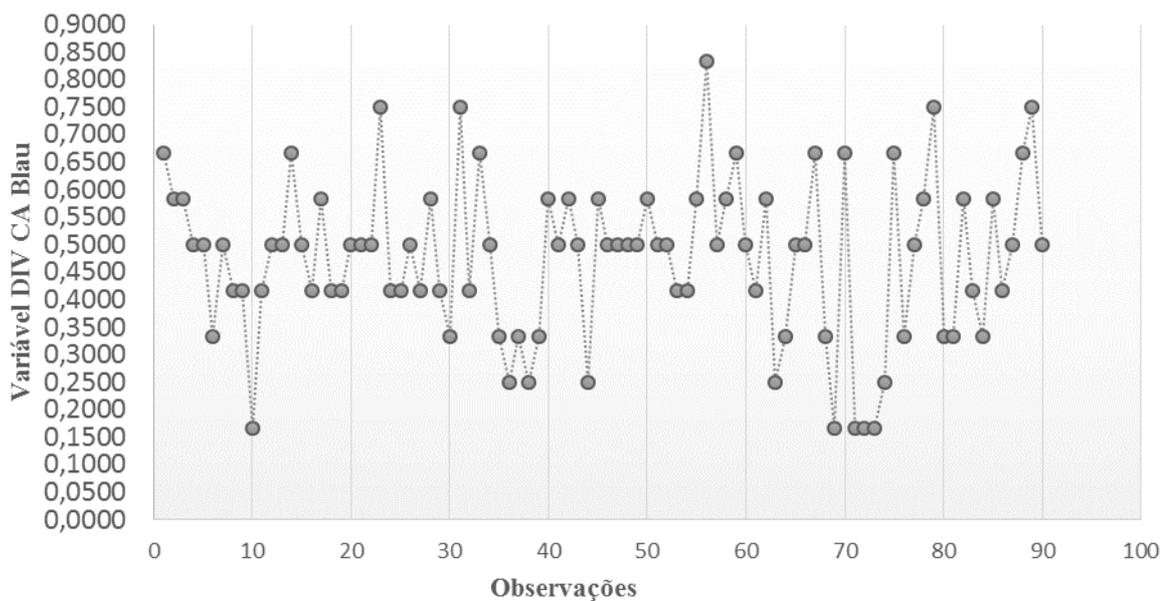
GRÁFICO 1 - HISTOGRAMA, VALORES DA VARIÁVEL DIV CA (BLAU) E OBSERVAÇÕES, 2012



Fonte: Da autora.

Complementarmente, o Gráfico 2 apresenta a dispersão da variável DIV CA (blau):

GRÁFICO 2- DISPERSÃO, VARIÁVEL DIV CA (BLAU), 2012

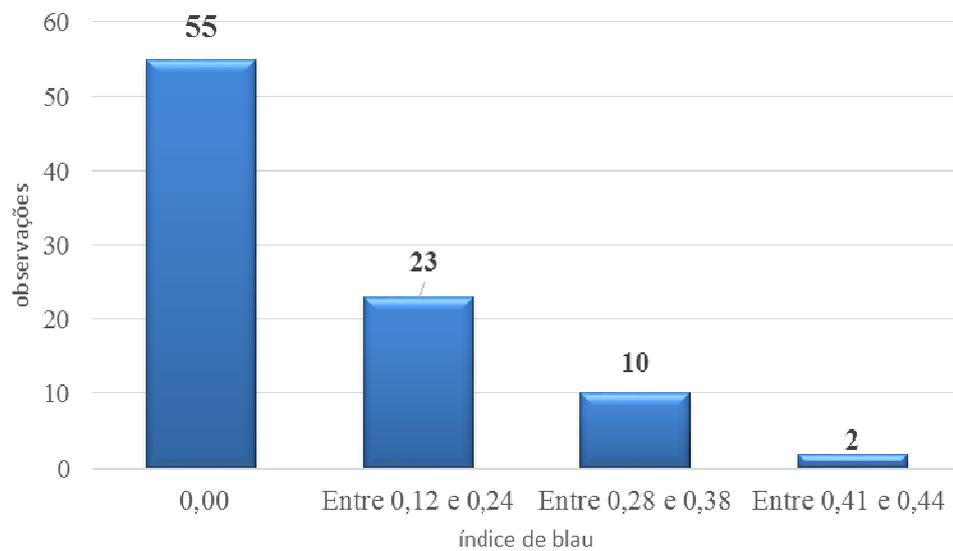


Fonte: Da autora.

Quanto à variável **gênero**, **GEN**, essa apresenta um valor médio de 0,10, máximo de

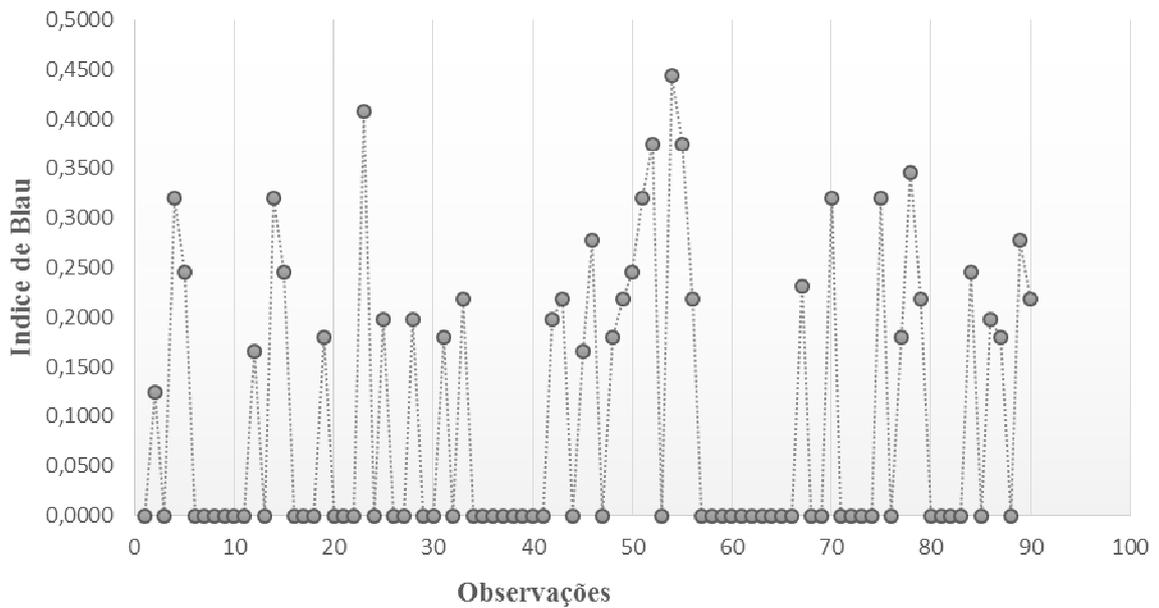
0,44 e mínimo 0 (zero) (nenhuma representante feminina). Pelo gráfico 3, verifica-se que o valor mínimo, índice de blau igual a 0, foi o mais recorrente na amostra, (55 empresas das 90 analisadas). A variável é a que apresenta a segunda maior dispersão entre as explicativas analisadas, coeficiente de variação de Pearson de 1,30. Com base no apresentado e nos dados do Gráfico 3, que indica a quantidade de observações por faixa de índice de blau, pode-se dizer que essa dimensão apresenta baixa diversidade.

GRÁFICO 3- HISTOGRAMA ÍNDICE DE BLAU VARIÁVEL GÊNERO, 2012



Fonte: Da autora.

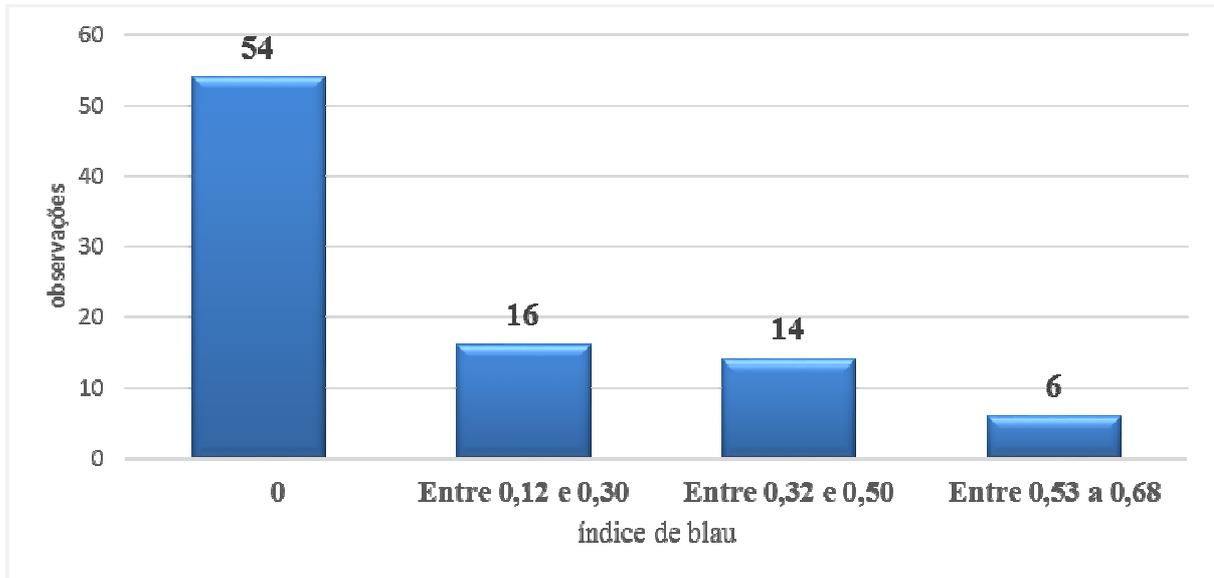
Complementarmente, no gráfico 4, expõe-se a dispersão da variável:

GRÁFICO 4 - DISPERSÃO, VARIÁVEL GÊNERO, 2012

Fonte: Da autora.

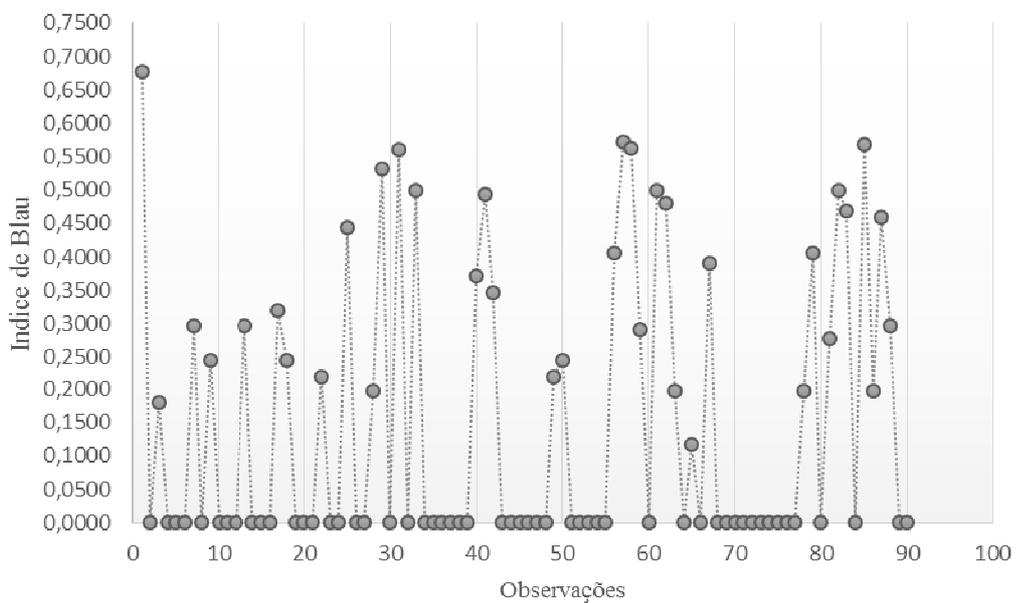
A próxima dimensão é a **cultural**, **CULT**, com um valor médio de 0,15, máximo de 0,68 e mínimo 0. Tal variável explicativa é a que apresenta a maior dispersão entre as analisadas, coeficiente de variação de Pearson 1,33.

No Gráfico 5, em seguida, apresenta-se a quantidade de observações por faixa de índice de blau. Observa-se que, das empresas analisadas, 54 não possuíam nenhum conselheiro estrangeiro (índice de blau igual a 0). Além disso, a segunda faixa mais recorrente foi a de 16 observações, com valores entre 0,12 e 0,30. Apenas seis empresas tiveram valores entre 0,53 e 0,68. Com base no exposto, pode-se dizer que essa dimensão apresenta baixa diversidade.

GRÁFICO 5 - HISTOGRAMA, VARIÁVEL CULTURAL, 2012

Fonte: Da autora.

A seguir, expõe-se o Gráfico 6, que ilustra a dispersão da variável:

GRÁFICO 6 - DISPERSÃO VARIÁVEL CULTURAL – 2012

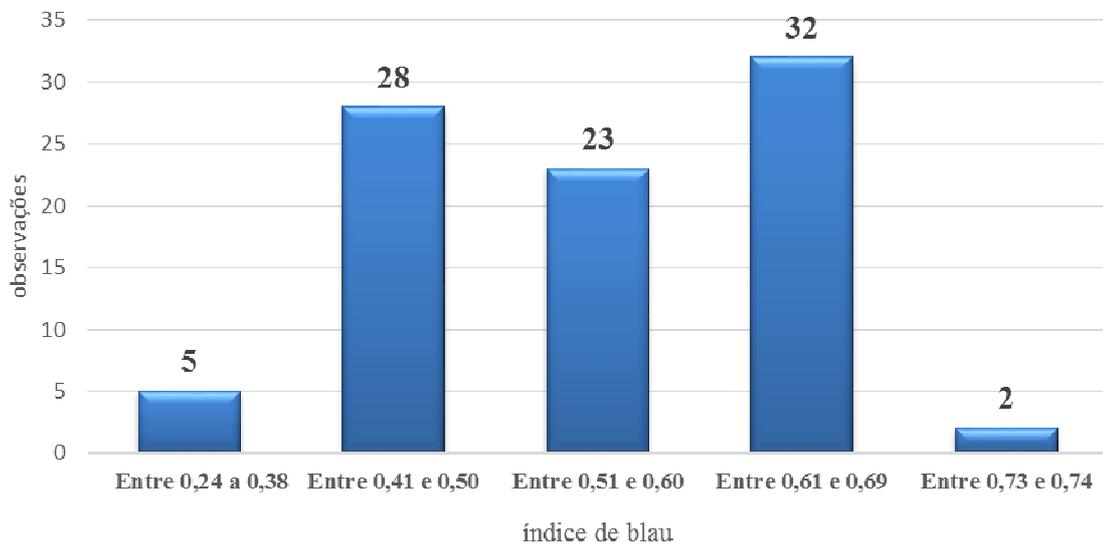
Fonte: Da autora.

Para a próxima variável, formação acadêmica, cabe destacar que, inicialmente, foram utilizados os resultados pelo cômputo por índice de blau. Isso porque não se observou

diferença expressiva quando utilizada tal metodologia e por pontos. Essa constatação foi ilustrada nas análises das correlações. Ademais, o índice de blau foi utilizado para o cálculo das demais dimensões de diversidade, facilitando as comparações.

A variável apresentou valor médio de 0,55, mínimo de 0,24, máximo de 0,74 e desvio padrão de 0,10. Adicionalmente, foi a segunda com menor coeficiente de variação de Pearson, 0,18, indicando uma menor dispersão. No Gráfico 7, segue o número de observações por faixa de índice de blau. Com base no exposto, nota-se uma maior distribuição, e que 57 empresas estão situadas em faixas superiores a 0,50.

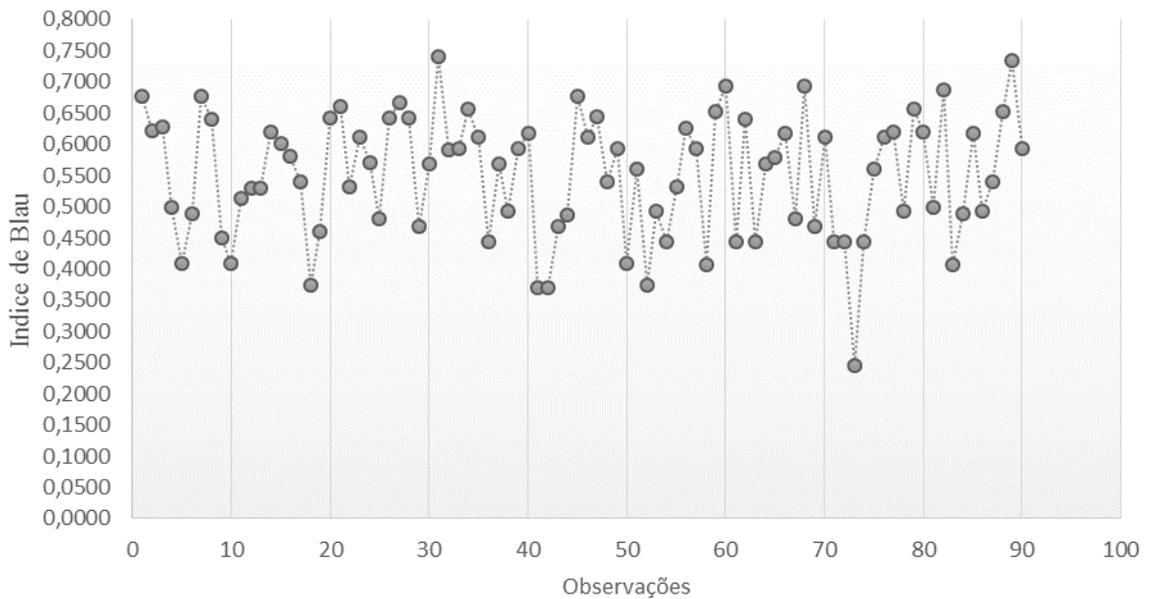
GRÁFICO 7 - HISTOGRAMA, VARIÁVEL FORMAÇÃO ACADÊMICA BLAU, 2012



Fonte: Da autora.

Adiante, o Gráfico 8 ilustra a dispersão da variável:

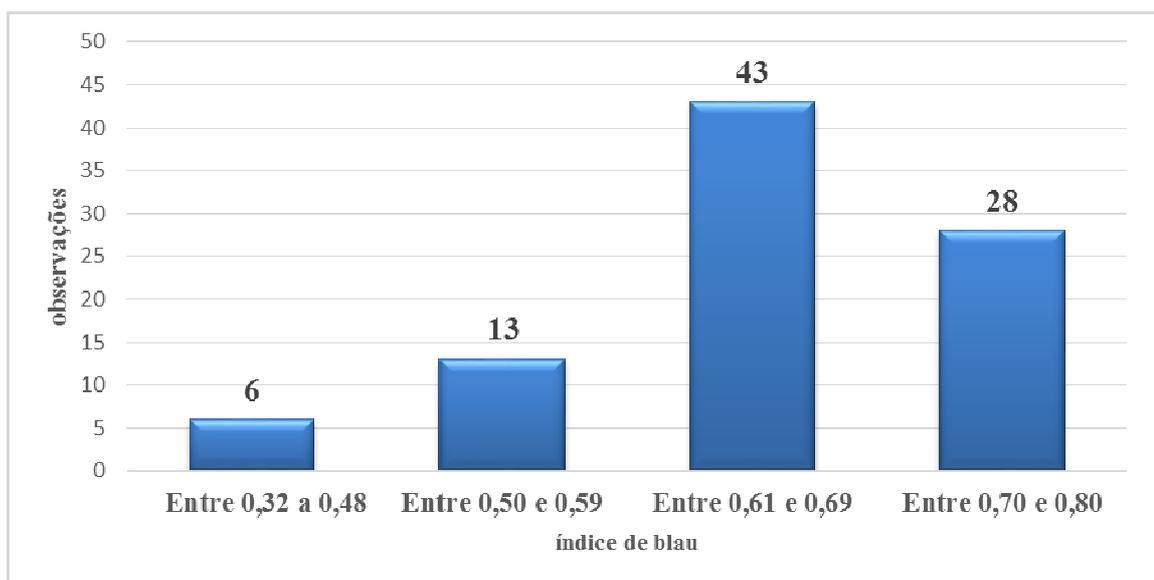
GRÁFICO 8 - DISPERSÃO VARIÁVEL FORMAÇÃO ACADÊMICA BLAU - 2012



Fonte: Da autora.

Para concluir as dimensões da diversidade, a última a ser analisada é a **idade**, que apresentou valor médio de 0,65, mínimo de 0,32 e máximo de 0,80. Além disso, é a que apresentou maior dispersão, coeficiente de variação de Pearson de 1,33. Para corroborar tal constatação, no Gráfico 9, segue a quantidade de observações por faixa de índice de blau:

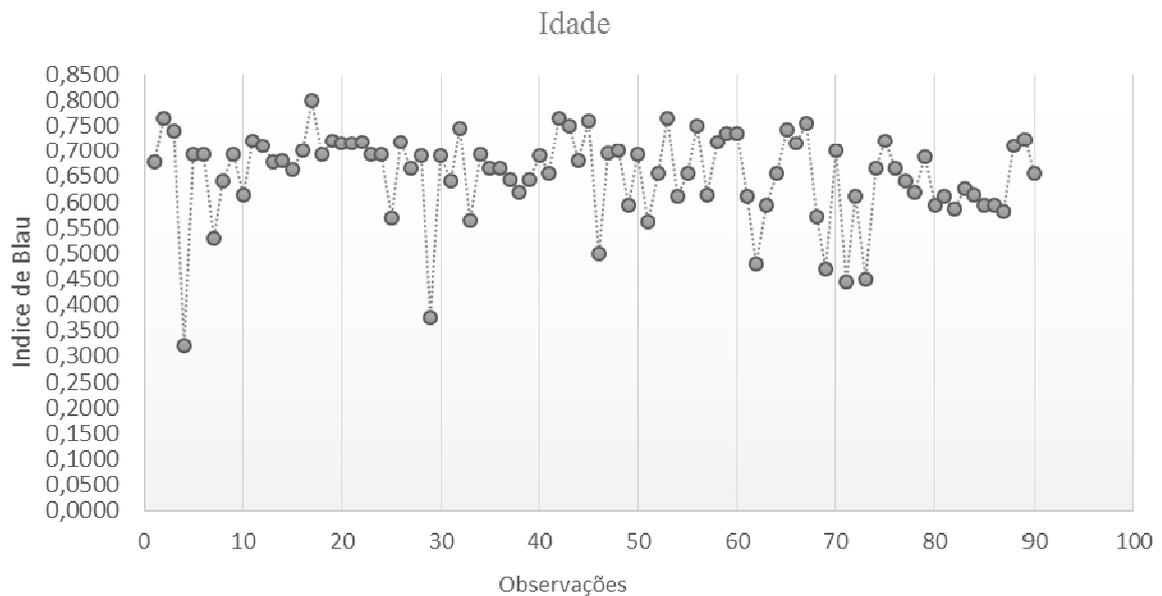
GRÁFICO 9 - HISTOGRAMA, VARIÁVEL IDADE - 2012



Fonte: Da autora.

Adiante, está o Gráfico 10, que apresenta a dispersão da variável:

GRÁFICO 10- DISPERSÃO, VARIÁVEL IDADE – 2012



Fonte: Da autora.

O próximo tópico é destinado às análises complementares de variáveis diretamente relacionadas ao conselho de administração.

4.1.2 ANÁLISES COMPLEMENTARES – VARIÁVEIS RELACIONADAS AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Com base na questão da pesquisa, cujo foco é o conselho e a análise da diversidade nesse órgão de governança, neste tópico, analisam-se detalhadamente estatísticas descritivas de variáveis diretamente relacionadas a esses dois temas: natureza dos conselheiros, acumulação de cargos de Presidente Executivo e do Conselho, tamanho e dimensões gênero, idade, nacionalidade e formação acadêmica.

Como já mencionado, a amostra analisada, nos dois períodos, é formada por 90 organizações, e inicialmente, por 99. Para efeito de ilustração, nas tabelas, as duas composições serão apresentadas. Cabe salientar novamente que os resultados das estatísticas em 2012 e 2013 são muito parecidos, pois há pouca diferença na composição das bases (inicial e efetivamente utilizada).

Na Tabela 5, a seguir, estão ilustrados todos os dados. Contudo, para facilitar a leitura, as análises dos próximos parágrafos mencionam somente os de 2012:

TABELA 5 - DADOS DO CONSELHO – NATUREZA, DUALIDADE E TAMANHO

Item	Composição	Amostra					
		Inicial		2012		2013	
		obs.	%	obs.	%	obs.	%
Natureza	Independentes	259	30,01	234	29,89	239	30,25
	Externos	789	91,43	720	91,95	729	92,28
	Indicados pelos minoritários	241	27,93	233	29,76	236	29,87
Dualidade	Presidente Executivo e do Conselho:						
	- Mesma Pessoa	19	19,19	18	20,00	17	18,89
	- Pessoa Diferente	80	80,81	72	80,00	73	81,11
Tamanho do conselho	Entre 5 a 11 membros	87	87,88	80	88,89	79	87,78
	Outras composições	12	12,12	10	11,11	11	12,22
Número de Conselheiros		863		783		790	
Empresas		99		90		90	

Fonte: Da autora.

O primeiro item a ser exposto se refere ao número de conselheiros: foram 783 distribuídos nas empresas da amostra, sendo 234 independentes (29,89%), 720 externos (91,95%) e 233 (29,76%) indicados pelos minoritários.

Esses dados demonstram que as recomendações do código de melhores práticas do IBGC (IBGC, 2009), referentes à constituição do conselho, não estão sendo totalmente adotadas pelas organizações estudadas, quanto: à (i) participação de conselheiros independentes. A sugestão é que a maioria pertença a essa classe. Entretanto, os números apontam uma distância considerável à prática dessa diretriz: 70,11% não pertencem a essa categoria; e (ii) todos os integrantes sejam externos.

Nesse item, a aderência é mais significativa, 91,95% das observações, embora a recomendação é que todos esses também sejam independentes, considerando que, talvez, não sejam profissionais sem vínculo com a companhia, e sim indicados pelo acionista controlador para representar seus interesses.

Ainda quanto aos conselheiros independentes, nos critérios das listagens especiais de governança corporativa Novo Mercado e Nível 2 da BM&FBOVESPA, é determinado um mínimo de 20% para membros dessa natureza. Nesse sentido, em média, as organizações

estão seguindo tal regulamentação. Todavia, cabe salientar que tal resultado é reflexo da composição da amostra: 68 empresas (75,56%) das 90 estudadas pertencem a esses segmentos, o que torna imperativo o cumprimento desse requisito.

Outra informação, extraída dos dados, refere-se à variável Dualidade. Em 72 organizações (80% da amostra), os cargos de Presidente Executivo e Presidente do Conselho eram ocupados por pessoas diferentes. Nas demais, 18 (20%), pelo mesmo executivo, essas últimas não demonstrando aderência ao código do IBGC, item 2.10, Segregação das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente, cuja recomendação é que seja evitada tal cumulatividade, "... para que não haja concentração de poder, em prejuízo da supervisão adequada da gestão". (IBGC, 2009, p. 35).

A vedação a essa acumulação também é um dos critérios obrigatórios nos segmentos Novo Mercado e Nível 2, com carência de três anos a partir da adesão; 68 empresas da amostra integram tais listagens, portanto, também devem seguir essa recomendação.

Em relação ao tamanho do conselho de administração, variável de controle TAM CA, os dados indicam que a maioria das companhias, 80 (88,89%), praticam o sugerido pelo código do IBGC (2009), composição entre cinco a 11 membros. Apenas dez (11,11%), não seguem essa diretriz. Esse também é um critério das listagens especiais da BM&FBOVESPA, mencionadas no parágrafo anterior, nos quais é estabelecido mínimo de cinco integrantes. Cabe lembrar que, como relatado, 68 empresas da amostra fazem parte desses segmentos.

Ao partir para as análises específicas das dimensões representativas da diversidade, a primeira a ser exposta é a **gênero, GEN**, com dados ilustrados na Tabela 6, em seguida:

TABELA 6 GÊNERO DOS MEMBROS E EMPRESAS COM MULHERES NO CONSELHO

Item	Amostra					
	Inicial		2012		2013	
Gênero	obs.	%	obs.	%	obs.	%
Homens	811	93,97	738	94,25	745	94,30
Mulheres	52	6,03	45	5,75	45	5,70
Total de conselheiros	863		783		790	
Empresas com mulheres no conselho						
Número de mulheres	obs.	%	obs.	%	obs.	%
Nenhuma	58	58,59	55	61,11	55	61,11
1 mulher	30	30,30	25	27,78	25	27,78
2 mulheres	11	11,11	10	11,11	10	11,11
3 ou mais	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Amostra	99		90		90	

Fonte: Da autora.

As evidências apontam que a presença de mulheres nos conselhos de administração das organizações estudadas é pequena, apenas 45 observações (5,75%). A predominância é de representantes do sexo masculino, 738 (94,25%). Como já mencionado, os dados apontam baixa diversidade de gênero nas empresas da amostra.

Ao avaliar como é a distribuição, constata-se que, em 55 (61,11%,) não havia nenhuma representante desse gênero; em 25 empresas, havia apenas uma (27,87%) e em dez organizações (11,11%), duas integrantes do sexo feminino. Em nenhuma verificou-se a presença de três ou mais mulheres na composição do órgão, o que potencialmente não aproveita o benefício da diversidade apontado por Liu, Wei e Xie (2014). Esses autores sugerem que os impactos positivos no desempenho das empresas, em relação à participação de mulheres conselheiras, são mais significativos quando o número de representantes desse gênero é igual ou superior a três.

A próxima dimensão da diversidade é idade, **IDAD**, com dados na Tabela 7, adiante:

TABELA 7 - IDADE - DISTRIBUIÇÃO DOS CONSELHEIROS NAS CATEGORIAS UTILIZADAS

Categorias	Idade dos Conselheiros					
	Inicial		Amostra			
	obs.	%	2012		2013	
	obs.	%	obs.	%	obs.	%
Até 30 anos	04	0,46	04	0,51	04	0,51
Acima de 30 e até 40 anos	60	6,95	58	7,41	58	7,34
Acima de 40 e até 50 anos	182	21,09	166	21,20	168	21,27
Acima de 50 e até 60 anos	271	31,40	243	31,03	245	31,01
Acima de 60 e até 70 anos	246	28,51	221	28,22	221	27,97
Acima de 70 anos	100	11,59	91	11,62	94	11,90
Total	863		783		790	

Fonte: Da autora.

Como pode ser observado, há uma predominância de conselheiros com idade acima de 40 até 60 anos, 630 dos 783 (80,46%). Na categoria acima de 50 até 60 anos, está a maior concentração, porém, com pequena diferença em relação à segunda, acima de 60 até 70 anos, de apenas 2,81%.

Outro dado a ser destacado é o número de conselheiros com idade superior a 70 anos, 91 das observações, representando a quarta categoria com maior número (11,62% da amostra). Por fim, as faixas que apresentam o menor número são até 30 anos, apenas quatro (0,51%), seguida pela acima de 30 a 40 anos, com 58 conselheiros (7,41%).

Quanto à variável nacionalidade, **CULT**, os dados estão na Tabela 8, a seguir:

TABELA 8- NACIONALIDADE DOS CONSELHEIROS

Nacionalidade dos Conselheiros	Amostra					
	Inicial		2012		2013	
	obs.	%	obs.	%	obs.	%
Brasileira	763	88,41	692	88,38	699	88,48
Outras	100	11,59	91	11,62	91	11,52
Total	863		783		790	

Fonte: Da autora.

Os números demonstram uma predominância de membros brasileiros nos conselhos,

692 (88,38%); apenas 91 são de outras nacionalidades. Como já relatado na seção anterior, os resultados evidenciam a baixa diversidade nessa dimensão.

Por fim, na Tabela 9, a seguir, constam os dados da variável formação acadêmica:

TABELA 9 - FORMAÇÃO ACADÊMICA

Categorias	Amostra					
	Inicial		2012		2013	
	obs.	%	obs.	%	obs.	%
Negócios	379	43,02	340	42,66	343	42,61
Direito	89	10,10	80	10,04	82	10,19
Engenharia e tecnologia	324	36,78	298	37,39	305	37,89
Outros	89	10,10	79	9,91	75	9,32
Total	881		797		805	

Fonte: Da autora.

A categoria negócios é a que contempla o maior número de conselheiros, 340, seguida pela Engenharia e Tecnologia, com 298, representando as duas 638 observações, das 797 (80% da amostra). Com base nesses dados e considerando que a categoria que contemplou outras formações acadêmicas teve baixa representação, apenas 79 observações (9,91%), nota-se que ainda há dominância das formações “tradicionais”. Cabe ainda ressaltar que o número de formações é superior ao de conselheiros, pelo fato de alguns possuírem mais de um curso de graduação.

Sequencialmente, as correlações serão apresentadas.

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÕES

As correlações entre a variável dependente e as explicativas de interesse estão na Tabela 10, adiante. Ressalta-se que, para facilitar a leitura, os resultados para as variáveis de controle estão nos Apêndices B e C do trabalho, respectivamente, no período de 2012 e de 2013:

TABELA 10 - CORRELAÇÕES ENTRE O VALOR DE MERCADO E VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DE INTERESSE

Variável	Ano	Q	DIV CA Pontos	DIV CA Blau	GEN	F. ACAD Pontos	F.ACAD Blau	IDAD	CULT
Q	2012	1,00	0,01	0,05	0,08	-0,14	-0,08	-0,14	0,13
	2013	1,00	-0,01	0,01	0,07	-0,13	-0,07	-0,11	0,09
DIV CA Pontos	2012		1,00	0,96***	0,47***	0,61***	-----	0,37***	0,46***
	2013		1,00	0,96***	0,50***	0,60***	-----	0,39***	0,47***
DIV CA Blau	2012			1,00	0,47***	-----	0,49***	0,37***	0,41***
	2013			1,00	0,50***	-----	0,49***	0,38***	0,42***
GEN	2012				1,00	-0,04	-0,04	-0,03	-0,14
	2013				1,00	-0,04	-0,03	0,05	-0,13
F.ACAD Pontos	2012					1,00	0,77***	0,27***	0,17
	2013					1,00	0,77***	0,30***	0,17
F.ACAD Blau	2012						1,00	0,19*	-0,01
	2013						1,00	0,19*	-0,01
IDAD	2012							1,00	-0,13
	2013							1,00	-0,18
CULT	2012								1,00
	2013								1,00

***, ** e * - indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais

Fonte: Da autora.

Como pode ser observado, os resultados da correlação entre a variável dependente, Q de Tobin (Q) e as variáveis explicativas de interesse indicam uma relação fraca e estatisticamente insignificante. Quanto aos sinais dos coeficientes, as evidências apontam uma influência negativa para as variáveis idade e formação acadêmica (ambas metodologias de cálculo - índice de Blau e por pontos), e positivo para gênero e cultural. Adicionalmente, as variáveis DIV CA, pontos e Blau apresentam sinais predominantemente positivos; em apenas uma análise, período de 2013, verifica-se influência negativa para a variável DIV CA pontos.

Como já esperado, por comporem o índice de diversidade, as variáveis GEN, FORM ACAD, IDAD e CULT apresentam coeficientes de correlação positivos e com significância estatística a nível de 1% com as variáveis DIV CA. Por fim, em geral, a correlação entre os componentes do índice de diversidade é baixa e sem significância estatística.

Ao analisar os resultados das correlações entre as variáveis representativas da formação acadêmica, que indicam significância estatística ao nível de 1%, pode-se dizer, em linhas gerais, que a aplicação das duas metodologias para o seu cálculo (por índice de blau e pontos) não apresenta diferença expressiva. Esse fato também justifica os resultados obtidos de correlação entre as duas formas de cômputo do índice de diversidade, DIV CA Blau e DIV CA Pontos, significância estatística ao nível de 1%.

Concluindo este tópico, pode-se dizer, em linhas gerais, que os resultados das correlações indicam que possivelmente nas regressões, próxima seção da dissertação, não serão encontradas evidências estatísticas significantes que indiquem uma relação entre a diversidade no conselho e o valor de mercado das empresas.

4.3 ANÁLISES DAS REGRESSÕES

Como já citado, os modelos de regressão estudados foram:

- a) **Modelo A: Variável explicativa de interesse- Índice de Diversidade**
 - A1 –DIV CA (formação acadêmica índice de Blau)
 - A2 – DIV CA (formação acadêmica pontos)

- b) **Modelo B: Variáveis explicativas de interesse– Dimensões da diversidade**
 - B1 – FORM ACAD BLAU, GEN, IDAD e CULT
 - B2 – FORM ACAD PONTOS, GEN, IDAD e CULT

Quanto as análises, por se tratar de oito regressões, quatro especificações diferentes e dois períodos analisados, sua operacionalização foi feita da seguinte forma: inicialmente, no tópico 4.3.1, o foco foi nas variáveis explicativas de interesse, e ao final, na seção 4.3.2, nas variáveis de controle.

4.3.1 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

Neste tópico, são apresentados os resultados das regressões e feitas as análises relativas às variáveis explicativas de interesse, segundo os modelos aplicados: diversidade representada: (i) pelo índice, e (ii) pelas dimensões formação acadêmica, gênero, idade e cultural (em termos de nacionalidade).

4.3.1.1 Modelo A: índice de diversidade

Na Tabela 11, adiante, estão os resultados das regressões para o período de 2012.

Ao analisar a variável explicativa de interesse, índice de diversidade no conselho de administração, observa-se, em todas as especificações, que os resultados não apresentaram significância estatística (probabilidade associada a estatística t). No que se refere ao sinal dos coeficientes, a variável DIV CA Blau, modelo A1, as evidências apontam uma relação negativa com a variável dependente, Q de Tobin (Q) em ambas as análises. Quando a variável é a DIV CA Pontos, modelo A2, verificam-se sinais inversos, positivo na amostra completa e negativo na amostra sem observações extremas e influentes.

TABELA 11 - RESULTADOS DAS REGRESSÕES: 2012, VARIÁVEL EXPLICATIVA ÍNDICE DE DIVERSIDADE

Ano 2012	Modelo A1 – DIV CA Blau				Modelo A2 – DIV CA Pontos			
	Amostra Completa		Sem observações extremas e influentes		Amostra Completa		Sem observações extremas e influentes	
Q_	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
DIVCAblau	-0,0135575	0,991	-0,6152890	0,445	-	-	-	-
DIVCAPont	-	-	-	-	0,005532	0,996	-0,658550	0,416
indep	0,5397722	0,536	-0,3033466	0,659	0,540293	0,537	-0,316620	0,649
tamca	-0,2352976	0,558	0,1268833	0,709	-0,234710	0,568	0,101082	0,769
dualidade	-0,1028622	0,740	-0,1744209	0,462	-0,102310	0,742	-0,182950	0,449
FC123AD	1,5256070	0,102	0,1124262	0,854	1,523068	0,102	0,128785	0,832
DIF123AD	-2,8050930	0,120	-1,3790160	0,165	-2,808410	0,123	-1,337180	0,182
divpl	-0,2504161	0,116	-0,3789375***	0,000	-0,250480	0,115	-0,374650***	0,000
liq	-0,0149151	0,905	-0,0171085	0,862	-0,015310	0,905	-0,006400	0,951
payout	0,3472627*	0,080	0,1267550	0,251	0,347110*	0,080	0,124275	0,256
lajirda	3,4158230	0,170	9,7382740***	0,000	3,409768	0,173	9,781425***	0,000
crec	-0,0022423*	0,095	0,0839140	0,561	-0,002240*	0,094	0,080939	0,575
porte	-0,2863462	0,468	0,3033357	0,357	-0,287630	0,463	0,294068	0,371
tang	-0,0235615	0,369	0,0319410*	0,070	-0,023680	0,372	0,032675*	0,066
setorreg	-0,5064594	0,314	-0,4540453	0,159	-0,507260	0,315	-0,450210	0,159
familiar	-0,1237994	0,733	0,2023320	0,473	-0,123950	0,733	0,204433	0,470
estatal	-0,9980176**	0,037	-0,3714700	0,316	-0,997250**	0,038	-0,375580	0,320
estrang	-0,4738375	0,575	-0,9143387**	0,031	-0,474020	0,572	-0,903680**	0,033
pulveriz	0,0889287	0,906	0,1069240	0,832	0,089286	0,906	0,096888	0,849
ADR23	-0,3012898	0,537	-0,4085154	0,273	-0,300380	0,534	-0,398520	0,280
bov	-1,4171440	0,134	-0,1625590	0,771	-1,418090	0,137	-0,144770	0,797
_cons	4,5489250	0,095	-0,4474153	0,844	4,550932	0,094	-0,379740	0,868

Continua

Conclusão

Ano 2012	Modelo A1 – DIV CA Blau		Modelo A2 – DIV CA Pontos	
	Amostra Completa	Sem observações extremas e influentes	Amostra Completa	Sem observações extremas e influentes
Observações	90	86	90	86
F	2,85	5,27	2,85	5,33
Prob > F	0.0007	0.0000	0.0007	0.0000
r2ajustado	0,4308	0,6896	0,4308	0,6899

Onde: ***, ** e * se referem ao nível de significância dos coeficientes de 1%, 5% e 10% respectivamente, em testes bicaudais. As cores foram utilizadas apenas para destacar o sinal dos coeficientes. Na segunda coluna de cada modelo são apresentados os resultados sem *outliers* (resíduo estudentizado > 3, em módulo) e sem observações influentes (distância de Cook > 1). Valores de probabilidade baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade.

Fonte: Da autora.

Na Tabela 12, a seguir, estão os resultados das mesmas especificações de regressão, porém, relativos a 2013. Como já observado, as evidências não apontaram significância estatística para as variáveis explicativas de interesse, índice de diversidade, DIV CA Blau e DIV CA Pontos. Quanto aos sinais dos coeficientes, nota-se uma relação ambígua, negativos nas análises sem observações extremas e influentes e positivos nas amostras completas.

Concluída esta seção, sequencialmente, os resultados das regressões serão apresentados, nos quais as variáveis explicativas de interesse são as dimensões de diversidade, consideradas isoladamente no modelo econométrico: GEN, gênero, FORM ACAD blau, formação acadêmica, cômputo pelo índice de Blau e por pontos, CULT, nacionalidade e IDAD, idade.

TABELA 12 - RESULTADOS DAS REGRESSÕES: 2013; VARIÁVEL EXPLICATIVA ÍNDICE DE DIVERSIDADE

Ano 2013	Modelo A1 – DIV CA Blau				Modelo A2 – DIV CA Pontos			
	Amostra Completa		Sem observações extremas e influentes		Amostra Completa		Sem observações extremas e influentes	
Q_	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
DIVCAblau	0,3909675	0,694	-0,2964802	0,734	-	-	-	-
DIVCAPont	-	-	-	-	0,354579	0,716	-0,325370	0,698
Indep	0,7081218	0,287	0,6390957	0,326	0,717719	0,278	0,632782	0,330
tamca	-0,3077054	0,317	-0,3025227	0,306	-0,300870	0,335	-0,310760	0,302
Dualidade	-0,3717184	0,171	-0,3028938	0,228	-0,367860	0,174	-0,306600	0,227
FC123AD	1,3584960	0,143	1,2033290	0,190	1,363079	0,138	1,205236	0,185
DIF123AD	-1,2306310	0,223	-0,5452483	0,529	-1,235560	0,225	-0,526610	0,535
divpl	-0,2391699**	0,012	-0,2609842***	0,002	-0,241980**	0,011	-0,258960***	0,003
liq	0,2293920	0,251	0,2001745	0,298	0,221466	0,275	0,209248	0,293
payout	-0,0191902*	0,082	-0,0105742	0,928	-0,018630*	0,093	-0,012150	0,916
lajirda	0,2268271	0,570	0,1969604	0,587	0,224518	0,574	0,203236	0,573
crec	-0,0078046	0,271	-0,0057447	0,376	-0,007710	0,279	-0,005750	0,378
porte	-0,3975280	0,282	-0,2857147	0,406	-0,387210	0,296	-0,291750	0,402
tang	-0,0413830**	0,032	-0,0365977*	0,057	-0,041270**	0,033	-0,036440*	0,055
setorreg	-0,4105388	0,263	-0,1237809	0,687	-0,409040	0,274	-0,120490	0,699
familiar	-0,4383903	0,135	-0,4443646	0,133	-0,438250	0,136	-0,446140	0,132
estatal	-1,1766280***	0,001	-1,2419740***	0,000	-1,172300***	0,001	-1,249680***	0,001
estrang	-0,0273709	0,970	-0,7286848*	0,088	-0,033630	0,962	-0,719980	0,089
pulveriz	-0,4907802	0,430	-0,5539543	0,380	-0,485000	0,440	-0,564030	0,378
ADR23	-0,1040490	0,774	-0,0272641	0,936	-0,112760	0,754	-0,022970	0,945
bov	-0,8948523	0,123	-0,4601226	0,350	-0,895330	0,123	-0,456270	0,347
_cons	4,8478650	0,046	4,0471510	0,092	4,794456	0,050	4,096457	0,092

Continua

Conclusão

Ano 2013	Modelo A1 – DIV CA Blau		Modelo A2 – DIV CA Pontos	
	Amostra Completa	Sem observações extremas e influentes	Amostra Completa	Sem observações extremas e influentes
Observações	90	88	90	88
F	2,66	2,63	2,62	2,66
Prob > F	0.0014	0.0016	0.0016	0.0015
r2ajustado	0,3190	0,2876	0,3187	0,2879

Onde: ***, ** e * se referem ao nível de significância dos coeficientes de 1%, 5% e 10% respectivamente, em testes bicaudais. As cores foram utilizadas apenas para destacar o sinal dos coeficientes. Na segunda coluna de cada modelo são apresentados os resultados sem *outliers* (resíduo estudentizado > 3, em módulo) e sem observações influentes (distância de Cook > 1). Valores de probabilidade baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade.

Fonte: Da autora.

4.3.1.2 Modelo B: gênero, formação acadêmica, cultural e idade

Na Tabela 13, em seguida, estão os resultados para o período de 2012. Como se constata em ambas as análises, não foi encontrada relação estatística significativa ao nível de 1% e 5% (valor da probabilidade associada a estatística à t), para nenhuma das variáveis explicativas de interesse. Os sinais dos coeficientes foram predominantemente negativos; apenas as variáveis GEN e CULT apresentaram, em algumas das análises, relação positiva com a variável dependente, Q de Tobin (Q), ambos nas amostras completas.

Adicionalmente, nota-se, em uma análise, amostra sem observações extremas e influentes, significância a 10% para a dimensão formação acadêmica, cômputo por pontos e sinal negativo do coeficiente.

TABELA 13 - RESULTADO DAS REGRESSÕES: 2012; VARIÁVEIS EXPLICATIVAS GEN, FORM ACAD BLAU, CULT E IDAD

Ano 2012	Modelo B1 – Form Acad Blau				Modelo B2 – Form Acad Pontos			
	Amostra Completa		Sem obs. extremas e influentes		Amostra Completa		Sem obs. extremas e influentes	
Q_	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
gen	0,8419755	0,445	-0,0694933	0,921	0,905928	0,414	-0,096430	0,889
formacadblau	-1,5411180	0,360	-1,6988250	0,121	-----	----	-----	
formacadpon	-----	----	-----		-0,140040	0,624	-0,313010*	0,059
idad	-1,6579580	0,299	-0,8793128	0,439	-1,742750	0,285	-0,623370	0,611
cult	0,0817714	0,921	-0,3673279	0,564	0,160674	0,839	-0,247470	0,691
indep	0,4957159	0,520	-0,2708116	0,672	0,488493	0,537	-0,337660	0,598
tamca	-0,2844581	0,499	0,0522665	0,881	-0,289510	0,502	0,009337	0,979
dualidade	-0,0768938	0,798	-0,1386290	0,559	-0,127480	0,669	-0,173950	0,470
FC123AD	1,4555580	0,132	0,1569821	0,800	1,421697	0,138	0,135966	0,825
DIF123AD	-3,1199000	0,104	-1,6622770	0,073	-3,093500	0,108	-1,517120	0,101
divpl	-0,2303156	0,161	-0,3782803***	0,000	-0,226290	0,162	-0,383390***	0,000
liq	-0,0088759	0,939	-0,0161869	0,864	0,000159	0,999	0,006577	0,945
payout	0,4024238*	0,055	0,1815012	0,120	0,375917*	0,061	0,152445	0,176
lajirda	3,5023260	0,138	9,5572460***	0,000	3,531469	0,144	9,721685***	0,000
crec	-0,0011583	0,478	0,0730863	0,657	-0,001150	0,545	0,078170	0,628
porte	-0,2896018	0,478	0,3201386	0,320	-0,322440	0,447	0,350314	0,279
tang	-0,0225770	0,367	0,0310901*	0,093	-0,020590	0,435	0,036446**	0,049
setorreg	-0,5960828	0,223	-0,5026808	0,146	-0,553980	0,288	-0,382960	0,245
familiar	-0,1877147	0,627	0,1461845	0,636	-0,176590	0,642	0,195717	0,540
Estatal	-0,8708355**	0,044	-0,3355143	0,367	-0,911540**	0,034	-0,336290	0,374
estrang	-0,5691287	0,529	-0,8968205**	0,045	-0,582220	0,524	-0,931500**	0,032
pulveriz	0,0182921	0,982	0,0862929	0,863	-0,009820	0,990	0,081204	0,869
ADR23	-0,1845219	0,714	-0,4269236	0,241	-0,124680	0,795	-0,383050	0,263

Continua

								Conclusão
Ano 2012	Modelo B1 – Form Acad Blau				Modelo B2 – Form Acad Pontos			
	Amostra Completa		Sem obs. extremas e influentes		Amostra Completa		Sem obs. extremas e influentes	
Q_	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Bov	-1,4910730	0,123	-0,2963587	0,557	-1,455700	0,138	-0,179550	0,720
_cons	6,5324970	0,035	0,9112731	0,725	6,192966	0,058	0,097544	0,970
Observações		90		86		90		86
F		3,32		5,06		3,22		5,35
Prob > F		0.0001		0.0000		0.0001		0.0000
r2ajustado		0,4568		0,7048		0,4515		0,7093

Onde: ***, ** e * se referem ao nível de significância dos coeficientes de 1%, 5% e 10% respectivamente, em testes bicaudais. As cores foram utilizadas apenas para destacar o sinal dos coeficientes. Na segunda coluna de cada modelo são apresentados os resultados sem *outliers* (resíduo estudentizado > 3, em módulo) e sem observações influentes (distância de Cook > 1). Valores de probabilidade baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade.

Fonte: Da autora.

Na Tabela 14, a seguir, são apresentados os resultados das mesmas especificações para o ano de 2013. Como se nota, não foi encontrada significância estatística para nenhuma variável explicativa de interesse. Quanto aos sinais dos coeficientes, a variável GEN, gênero, apresentou, em todas as análises, a mesma relação com a variável dependente, sinal positivo.

A mesma coisa ocorreu com as variáveis representativas de formação acadêmica; porém, essas com sinal negativo; nas demais variáveis, IDAD e CULT, os sinais foram ambíguos, positivos nas amostras completas e negativos na amostra, sem observações extremas e influentes.

TABELA 14- REGRESSÕES: 2013; VARIÁVEIS EXPLICATIVAS GEN, FORM ACAD BLAU, CULT E IDAD

Ano 2013	Modelo B1 – Form Acad Blau				Modelo B2 – Form Acad Pontos			
	Amostra Completa		Sem obs. Extremas e influentes		Amostra Completa		Sem obs.extremas e influentes	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
gen	1,0148400	0,289	0,6570299	0,465	1,021673	0,290	0,6113150	0,492
formacadblau	-0,1070343	0,944	-0,6549432	0,663	----	---	---	---
formacadpon	-----	----	-----	-----	-0,000630	0,998	-0,139610	0,507
idad	0,1055393	0,955	-0,8517982	0,623	0,081177	0,966	-0,614640	0,736
cult	0,0204718	0,977	-0,0945044	0,893	0,024100	0,973	-0,022210	0,975
indep	0,6566813	0,287	0,5559365	0,340	0,658489	0,288	0,531591	0,356
tamca	-0,3169679	0,292	-0,1879555	0,653	-0,313980	0,287	-0,219040	0,599
dualidade	-0,3007783	0,291	-0,1724901	0,563	-0,306550	0,263	-0,194470	0,492
FC123AD	1,4130590	0,163	1,0816960	0,292	1,407941	0,159	1,077685	0,293
DIF123AD	-1,3138200	0,232	-0,6663572	0,520	-1,321750	0,230	-0,653240	0,518
divpl	-0,2545809	0,023	-0,2603339***	0,010	-0,253080**	0,022	-0,260970***	0,007
liq	0,2105364	0,320	0,1310607	0,520	0,211350	0,313	0,159974	0,442
payout	-0,0165591	0,163	-0,0193999	0,884	-0,016670	0,152	-0,025530	0,846
lajirda	0,2465674	0,562	0,3098405	0,490	0,244567	0,570	0,332241	0,452
crec	-0,0052071	0,530	0,0514020	0,519	-0,005360	0,557	0,045824	0,555
porte	-0,3939106	0,356	-0,2694871	0,494	-0,401390	0,333	-0,275660	0,471
tang	-0,0410582**	0,046	-0,0362544*	0,072	-0,041270**	0,049	-0,034940*	0,080
setorreg	-0,3601944	0,307	-0,1450537	0,658	-0,362730	0,364	-0,088790	0,800
familiar	-0,4819286	0,123	-0,5715780*	0,075	-0,480740	0,123	-0,538790*	0,095
estatal	-1,1689030***	0,003	-1,1731910***	0,005	-1,173970***	0,002	-1,187210***	0,004
estrang	-0,0600069	0,937	-0,7492632	0,103	-0,061060	0,936	-0,755540	0,112
pulveriz	-0,3966981	0,570	-0,4742314	0,499	-0,402100	0,551	-0,493980	0,460
ADR23	-0,0988118	0,813	0,0078634	0,984	-0,090450	0,808	0,034899	0,919

Continua

Conclusão

Ano 2013	Modelo B1 – Form Acad Blau				Modelo B2 – Form Acad Pontos			
	Amostra Completa		Sem obs. Extremas e influentes		Amostra Completa		Sem obs.extremas e influentes	
Q	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Bov	-0,9139366	0,125	-0,5636574	0,264	-0,914830	0,127	-0,527860	0,284
_cons	4,9076490	0,080	4,7344570	0,109	4,914535	0,090	4,496282	0,132
	Amostra Completa		Sem obs. Extremas e influentes		Amostra Completa		Sem obs. Extremas e influentes	
Observações	90		87		90		86	
F	2,58		2,89		2,62		3,01	
Prob > F	0.0014		0.0005		0.0012		0.0003	
reajustado	0,3277		0,2977		0,3276		0,2999	

Onde: ***, ** e * se referem ao nível de significância dos coeficientes de 1%, 5% e 10% respectivamente, em testes bicaudais. As cores foram utilizadas apenas para destacar o sinal dos coeficientes. Na segunda coluna de cada modelo são apresentados os resultados sem *outliers* (resíduo estudentizado > 3, em módulo) e sem observações influentes (distância de Cook > 1). Valores de probabilidade baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade.

Fonte: Da autora.

4.3.2 RESUMO DOS RESULTADOS

A Tabela 15, a seguir, apresenta um resumo dos resultados das regressões aplicadas. As análises para as variáveis de controle são também expostas.

A primeira variável é a **INDEP**, independência do conselho de administração. Como pode ser observado, embora sem significância estatística, essa apresentou, em quase todas as análises, coeficientes com sinal positivo. Isso corrobora aquilo que foi apontado pela literatura e pelos órgãos do mercado, sobre a importância de tal item para a qualidade da governança, e por conseguinte, o desempenho das organizações.

A variável **TAM CA**, binária, que indica se o conselho tem de cinco a 11 membros, ou não, em nenhuma das análises, apresentou significância estatística. Ademais, não houve um padrão no sinal dos coeficientes. Entretanto, foram predominantemente negativos, o que não corresponde ao inicialmente esperado, pois esse tamanho do conselho é o recomendado pelo IBGC, para que tal órgão tenha mais eficiência em seu funcionamento. Assim, esperava-se uma influência positiva no valor de mercado.

A próxima variável é a **DUALIDADE**, binária, que demonstra se há acúmulo ou não das funções de Presidente Executivo e do Conselho. Como já esperado, as evidências apontam, em todas as análises, uma influência negativa com o valor de mercado das empresas, mas sem significância estatística. Isso favorece a tese de que investidores visualizem tal concentração como prejudicial à qualidade da governança, ratificando assim o indicado pela literatura e pelos órgãos de mercado.

TABELA 15 - RESULTADO DAS REGRESSÕES, SINAL DOS COEFICIENTES E NÍVEL DE SIGNIFICÂNCIA DAS VARIÁVEIS

VARIÁVEIS	MODELO A1 - DIV CA Blau				MODELO A2 - DIV CA Pontos				MODELO B1 - Dimensões Blau				MODELO B2 - Dimensões Pontos				
	2012		2013		2012		2013		2012		2013		2012		2013		
	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	
DIV CA Blau	-	-	+	-													
DIV CA Pontos					+	-	+	-									
GEN									+	-	+	+	+	-	+	+	
FORMACABlau									-	-	-	-					
FORMACAPon													-	-*	-	-	
IDAD									-	-	+	-	-	-	+	-	
CULT									+	-	+	-	+	-	+	-	
INDEP	+	-	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	-	+	+	
TAMCA	-	+	-	-	-	+	-	-	-	+	-	-	-	+	-	-	
DUALIDADE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
FC123AD	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	
DIF123AD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-*	-	-	-	-	-	-	
DIVPL	-	-***	-**	-***	-	-***	-**	-***	-	-***	-**	-*	-	-***	-**	-***	
LIQ	-	-	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	
PAYOUT	+*	+	-*	-	+*	+	-*	-	+*	+	-	-	+*	+	-	-	
LAJIRDA	+	****	+	+	+	****	+	+	+	****	+	+	+	****	+	+	
CREC	-*	+	-	-	-*	+	-	-	-	+	-	+	-	+	-	+	
PORTE	-	+	-	-	-	+	-	-	-	+	-	-	-	+	-	+	
TANG	-	+*	-**	-*	-	+*	-**	-*	-	+*	-**	-*	-	+**	-**	-*	
SETORREG	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Continua

Conclusão

VARIÁVEIS	MODELO A1 - DIV CA Blau				MODELO A2 - DIV CA Pontos				MODELO B1 -Dimensões Blau				MODELO B2 - Dimensões Pontos			
	2012		2013		2012		2013		2012		2013		2012		2013	
	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O	A C	S O
FAMILIAR	-	+	-	-	-	+	-	-	-	+	-	-*	-	+	-	-*
ESTATAL	-**	-	-***	-***	-**	-	-***	-***	-**	-	-****	-****	-**	-	-***	-***
ESTRANG	-	-**	-	-*	-	-**	-	-*	-	-**	-	-	-	-**	-	-
PULVERIZ	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+	-	-	-	+	-	-
ADR23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	+
BOV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Onde: ***, ** e * se referem ao nível de significância dos coeficientes de 1%, 5% e 10% respectivamente, em testes bicaudais. As siglas AC e SO se referem a amostra; respectivamente completa e sem observações extremas e influentes [resultados sem *outliers* (resíduo estudentizado > 3, em módulo e sem observações influentes (distância de Cook > 1)]. Valores de probabilidade baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade.

Fonte: Da autora.

Para a variável **FC123AD**, que representa a fração da propriedade detida pelos três maiores acionistas diretos, verifica-se, em todas as análises, relação positiva com a variável dependente Q de Tobin (Q), mas sem significância estatística. Uma provável explicação é que, nessas companhias, potencialmente, o monitoramento dos executivos pode ser mais atuante, diminuindo o risco de decisões baseadas em interesses pessoais e que não maximizem o valor da organização.

Sequencialmente, a próxima variável é a **DIF123AD**, que indica a diferença entre os direitos de controle (participação no capital votante) e de propriedade (participação no total das ações) dos três maiores acionistas. Verifica-se coeficiente negativo em todas as análises, porém, em apenas uma com significância estatística [ao nível de 10% (valores da probabilidade associada a estatística t) no ano de 2012 e amostra sem *outliers*]. Isso pode ser explicado pelo fato de que, quanto maior a diferença entre controle e propriedade, caracterizando maior concentração de poder votante, é mais provável a ocorrência de conflito de interesses.

Quanto à variável **DIV PL**, representativa da Estrutura de Capital, verifica-se, em 12 das 16 análises, significância estatística ao nível de 1% e de 5% (valores da probabilidade associada a estatística t). Todos os resultados apontam uma relação negativa com a variável dependente, contrário ao preliminarmente esperado.

Isso porque, dentro da literatura acadêmica, há teorias sugerindo que o endividamento, até certo nível, é bom para as organizações, por gerar economia tributária. O sinal negativo pode ser justificado pelo fato de que, talvez, nos períodos analisados, os investidores estivessem observando elevado nível de risco do endividamento, provavelmente por anteciparem chances mais elevadas de redução no nível de atividade da economia.

Para a variável **LIQ**, indicativa da liquidez e com dados do sistema Economatica®, com base no volume de negócios com ação durante o ano, embora sem significância estatística, em nenhuma análise, observa-se predominantemente influência positiva na variável dependente. Isso já era esperado, pois os investidores visualizam ações com maior liquidez como as que têm melhores condições de negociação, potencialmente favorecendo o valor de mercado das empresas que têm ações com essa característica.

A próxima variável é a **PAYOUT**, que representa os dividendos pagos sobre o lucro líquido por ação ao final do exercício. As evidências demonstram, em seis análises, significância estatística ao nível de 10% (valor da probabilidade associada a estatística t).

Contudo, não houve um padrão no sinal dos coeficientes, sendo a maioria positivo (em quatro dos resultados).

Diante de tal dado e analisando o que foi mais recorrente, isso corresponde ao presumido inicialmente. A relação positiva com o Q de Tobin (Q) pode ser justificada pelo fato de que o pagamento de dividendos, como uma forma de remuneração dos acionistas, possivelmente pode colaborar com o valor de mercado da companhia, por potencialmente influenciar a decisão de investidores em aplicarem recursos nessas organizações, conforme Fonteles et al. (2012).

Sequencialmente, observa-se a variável **LAJIRDA**, indicativa da rentabilidade da empresa. Verifica-se, em todas as análises, relação positiva com a variável dependente, mas com significância estatística ao nível de 1% (valor da probabilidade associada a estatística *t*). Nas amostras sem observações extremas e influentes, o sinal do coeficiente corresponde ao previsto pela própria natureza da variável; empresas mais lucrativas tendem a apresentar maior de valor de mercado.

A variável **CREC** indica o crescimento operacional acumulado da receita dos três últimos anos, com significância estatística ao nível de 10% (valor da probabilidade associada a estatística *t*) em duas especificações (amostras completas). Os coeficientes foram negativos, sinal predominantemente encontrado nas demais análises.

Segue a variável **PORTE**, que representa o porte da empresa e o cômputo pelo logaritmo da Receita Operacional Líquida. Para essa variável, não houve significância estatística em nenhuma análise, quanto aos sinais dos coeficientes a maioria negativos.

A próxima variável é a **TANG**, representativa do grau de tangibilidade da empresa e do cálculo pela equação Ativo Imobilizado sobre a Receita Operacional Líquida, que demonstrou significância estatística em diferentes níveis, 5% e 10% (valores da probabilidade associada a estatística *t*) em 12 análises, mas não houve um padrão nos sinais dos coeficientes, a maioria, oito análises, apontou uma relação negativa com a variável dependente.

Quanto à variável **SETOR REG**, que indica se o setor que a empresa pertence é regulamentado ou não, essa apresentou coeficientes com sinal negativo em todas as análises, mas sem significância estatística, correspondendo ao inicialmente imaginado. Isto é, em setores muito regulamentados, é possível que exista um nível menor de concorrência no mercado de produtos, que potencialmente é um importante mecanismo disciplinador de gestores e controladores, beneficiando a governança corporativa.

Quanto à variável **FAMILIAR**, binária, representativa da identidade do acionista controlador, verifica-se, em duas análises, significância estatística ao nível de 10% (valor da probabilidade associada a estatística *t*) e coeficientes negativos. Isso pode ser explicado pelo fato de que organizações com essa característica estão sujeitas a problemas específicos de governança que influenciam negativamente seu valor de mercado.

Conforme Silveira (2010), companhias de controle familiar, além dos tradicionais conflitos, comuns a todas as organizações, contemplando executivos, conselheiros e acionistas, estão sujeitas àqueles envolvendo parentes e decorrentes de aspectos sentimentais. Adicionalmente, há riscos de que os controladores, em vez de optarem por cursos de ação que maximizem o valor da empresa e, por conseguinte, beneficiem todos os investidores, o façam em função dos interesses da família.

A variável binária **ESTATAL**, representativa da identidade do acionista controlador no caso estatal, apresentou, em todas as análises, uma influência negativa no Q de Tobin (Q). Em 11 análises com significância estatística, a maioria ao nível de 1% (oito análises) e as demais ao nível de 5%, o coeficiente negativo pode ser explicado pelos riscos e desafios particulares dessas organizações, que influenciam a qualidade da governança e seus resultados. Destaca-se, segundo Silveira (2010), a possível interferência excessiva ou indevida do Estado no papel de controlador.

Sequencialmente, a variável binária **ESTANG**, identidade do acionista controlador no caso estrangeiro, apresentou significância estatística em seis análises; ao nível de 5% e 10% (todas em amostras sem observações extremas e influentes), e sinal negativo dos coeficientes. Tal resultado também foi encontrado em Silva (2014). A possível explicação é a interpretação dos investidores de que controladores possam executar transações entre partes relacionadas, que expropriem os acionistas da empresa negociada em bolsa no Brasil, sob o seu controle.

Para a variável binária **PULVERIZ**, identidade do acionista controlador no caso pulverizado, não foi observada significância estatística em nenhuma análise; as evidências apontaram, predominantemente, sinal negativos dos coeficientes.

A próxima variável é a **ADR23**, binária, que indica se a empresa negocia ou não ADRs nível 2 ou 3 na Bolsa de Nova York ou NASDAQ, a qual apresentou, em quase todas as análises, influência negativa no desempenho corporativo, variável dependente, mas sem significância estatística. Para essa variável, imaginava-se sinal positivo do coeficiente, pois

empresas que negociam tais papéis têm melhor qualidade de governança, já que se comprometem a padrões mais rígidos de proteção ao investidor, potencialmente influenciando, de forma positiva, sua avaliação pelo mercado.

Por fim, a variável binária **BOV**, que indica se a empresa pertence ou não aos níveis diferenciados de governança Novo Mercado e Nível 2 da BM&FBOVESPA, embora sem significância estatística. Essa variável demonstrou, em todas as análises, sinal negativo dos coeficientes, contrariando o inicialmente esperado; ou seja, organizações pertencentes a esses segmentos são mais bem avaliadas pelos investidores.

4.3.2 HIPÓTESES VS EVIDÊNCIAS

Com base no apresentado, conclui-se que não se obteve significância estatística consistente nas regressões realizadas, motivo pelo qual não é possível discorrer uma conclusão acerca da hipótese de que uma maior diversidade leva a um maior valor de mercado das empresas. Observou-se apenas, se considerado um nível de significância de 10%, que a variável formação acadêmica (cômputo por pontos) apresentou significância em uma análise, amostra sem *outliers*, 2013, e sinal negativo do coeficiente. O Quadro 9, a seguir, ilustra os resultados da pesquisa empírica, versus as hipóteses formuladas no capítulo 1:

QUADRO 9 - RESUMO DOS RESULTADOS, HIPÓTESES VS. EVIDÊNCIAS

Hipóteses	Evidências
H ₀ (hipótese nula): A diversidade no Conselho de Administração não impacta o valor de mercado das empresas.	Corroboram a hipótese
H ₁ (hipótese alternativa): A diversidade no Conselho de Administração impacta de forma positiva o valor de mercado das empresas	Não corroboram a hipótese

Fonte: Da autora

5 CONCLUSÃO

A literatura tem apontado os potenciais benefícios da diversidade no conselho. Em linhas gerais, relacionados ao aprimoramento do processo decisório, por contribuir para a redução do conflito de interesses (aumento da independência), pela redução do problema de limitações técnicas individuais (por promover novas perspectivas e pontos de vista) e por mitigar problemas de vieses cognitivos, como o *groupthink*, excesso de lealdade à autoridade, excesso de confiança e efeito manada / cascata.

Tal importância é corroborada pelo mercado, pelos órgãos reguladores e de referência no tema, que indicam ser um fator relevante e necessário para que o órgão reúna competências necessárias ao exercer suas funções e atingir seus objetivos. Destaca-se, nos EUA, a SEC, que, após um processo de consulta à sociedade, estabeleceu a obrigatoriedade de as empresas divulgarem consideração sobre a diversidade na seleção de conselheiros. No Brasil, o IBGC recomenda que, na composição desse principal mecanismo de governança, busque-se diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento.

Adicionalmente, quanto à diversidade de gênero, salienta-se a atuação legislativa, visando a aumentar a participação de representantes femininas nos conselhos das empresas, com leis aprovadas e vigentes em diversos países, como a Noruega, Espanha e Holanda. Com iniciativa similar no Brasil, está em tramitação Projeto de Lei do Senado, que busca atingir, de forma gradual até 2022, um percentual de 40% de mulheres nos conselhos de empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas da União, direta ou indiretamente, que detenha a maioria do capital social com direito a voto.

Com base nessas premissas, nesta pesquisa, buscou-se investigar a relação entre a diversidade no conselho de administração e o valor de mercado das empresas, medido pelo Q de Tobin, partindo da hipótese de que os impactos são positivos, conforme a literatura e o mercado.

Para atingir o objetivo, uma pesquisa empírica foi realizada, por abordagem econométrica, especificamente a regressão linear múltipla pelo MQO. Ao considerar que a diversidade foi o foco central do trabalho, duas especificações diferentes de regressão para seu estudo foram criadas: (i) índice de diversidade, composto pelas dimensões idade, gênero, formação acadêmica, cultural (em termos de nacionalidade) e idade; (ii) essas dimensões foram consideradas individualmente no modelo econométrico, visando a captar o efeito isolado de cada uma na variável dependente.

Ao analisar os resultados obtidos, em todas as especificações aplicadas, não se obteve significância estatística de forma consistente nas regressões realizadas. Por esse motivo, não é possível tecer uma conclusão acerca da hipótese de que uma maior diversidade leva a um maior valor de mercado das empresas.

Como possíveis explicações, verifica-se o que foi apontado na literatura, especificamente o estudo de Rhode e Packel (2010). Nesse estudo, os autores apontam que os potenciais benefícios da diversidade no conselho, relacionados à melhora do processo decisório, não são alcançados por um processo de imediatismo, e sim de um trabalho progressivo. Logo, no contexto desta dissertação, é necessário ampliar o período analisado, com vistas a captar tal efeito, apontado como de médio / longo prazo.

Adicionalmente, quanto à diversidade de gênero, cita-se o estudo de Liu, Wei e Xie (2014). Esses autores sugerem que os impactos no desempenho das organizações são mais relevantes quando o número de mulheres no conselho é igual ou superior a três, e na amostra analisada, nenhuma das empresas tinha essa constituição.

No que se refere às limitações da pesquisa, em linhas gerais, trata-se do tamanho da amostra, considerada pequena; da forma de seleção das empresas; por não terem sido utilizados critérios aleatórios, os resultados não podem ser extrapolados para toda a população; do período analisado (apenas dois períodos) e das restrições do modelo econométrico, especificamente, a endogeneidade e a causalidade reversa.

Tais problemas são encontrados nas pesquisas que buscam investigar a relação de atributos de governança e desempenho, através da regressão linear múltipla pelo MQO. Ademais, por ter sido utilizada uma única abordagem econométrica, não foi possível comparar os resultados obtidos com a aplicação em outros modelos estatísticos.

Por fim, como desdobramentos da pesquisa, espera-se que o modelo possa ser replicado em uma amostra maior, em outros períodos e maiores, e com diferentes abordagens econométricas, que possam atenuar as limitações da presente pesquisa. Sugere-se ainda a aplicação com dados de outros países e posterior comparação com os brasileiros.

REFERÊNCIAS

ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 94, n. 2, p. 291-309, 2009.

ANDRADE, L. P. et al. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.

AHN, S.; WALKER, M. D. Corporate governance and the spinoff decision. **Journal of Corporate Finance**, [S.l.], v. 13, n. 1, p. 76-93, 2007.

ARARAT, M.; AKSU, M.; CETIN, A. T. **Impact of board diversity on boards' monitoring intensity and firm performance**: evidence from the Istanbul stock exchange. Apr. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1572283>>. Acesso em: 13 ago. 2014.

BARBER, B. M.; ODEAN, T. Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 116, n. 1, p. 261-293, 2001.

BAZERMAN, M. H.; MOORE, D. **Processo decisório**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

BERTUCCI, J. L. O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração USP - RAUSP**, São Paulo, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.

BM&FBOVESPA. **O que são segmentos de listagem**. [2015]. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 30jun.2015.

BRASIL. Congresso Nacional. Senado Federal. Comissão de Assuntos Sociais. **Atividade legislativa**: ata da 23ª reunião extraordinária.2014.Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/sicon/index.html#/pesquisa/lista/documentos>>. Acesso em: 24 nov. 2014.

_____. Congresso Nacional. Senado Federal. **Projeto de lei do Senado n. 112**, de 2010. Define percentual mínimo de participação de mulheres nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/mateweb/arquivos/mate-pdf/95883.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2014.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 11, n. 1, p. 96-117, 2014.

CAPITAL ABERTO. **Anuário de governança corporativa das companhias abertas 2011**. São Paulo: Ed. Capital Aberto, out. 2011.

_____. **Anuário de governança corporativa das companhias abertas 2012**. São Paulo: Ed. Capital Aberto, out. 2012.

_____. **Anuário de governança corporativa das companhias abertas 2013**. São Paulo: Ed. Capital Aberto, out. 2013.

CARTER, D. A.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G. **Corporate governance, board diversity and firm value**. Oklahoma State University, Working Paper, p. 33-53, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=304499>>. Acesso em: 13 ago. 2014.

CARVALHO, A. G.; PENNACCHI, G. G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. **Journal of Corporate Finance**, [S.l.], v. 7, n. 1, p. 20-35, 2011.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

COX, T.; BLAKE, S. Managing cultural diversity: implications for organizational competitiveness. **Academy of Management Executive**, [Briarcliff Manor], v.5, n.3, p.45-56, 1991.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, London, v.23, n. 3, p. 70-74, Autumn 1994.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Cartilha de governança corporativa**. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 13 ago. 2014.

_____. **Consulta de documentos de companhias abertas**. [2014]. Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/?CiaDoc>>. Acesso em: 26 dez. 2014.

DORF, M. B. The group dynamics theory of executive compensation. **Cardoso Law Review**,

New York, v. 28, n. 5, p. 2025-2082, 2007.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez.2000.

FERREIRA, R. N. et al. Governança Corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v.14, n.4, p.134-164, jul./ago.2013.

FONTELES, I. V. et al. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2012.

FRACASSI, C.; TATE, G. External networking and internal firm governance. **The Journal of Finance**, Malden, v. 67, n.1, p. 163-194, 2012.

FRAGA, J. B.; SILVA, V. A. B. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 9, n. Especial, p. 58-80, 2012.

HAMBRICK, D. C.; MASON, P. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. **The Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 9, n.1, p. 193 -206, 1984.

HAYWARD, M. L. A.; SHEPHERD, D. A.; GRIFFIN, D. A. A Hubris theory of entrepreneurship. **Management Science**, Linthicum, v. 52, n. 2, p. 160-172, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Carta de opinião: cotas para mulheres em conselhos de administração**. IBGC, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/download/manifestacao/IBGC_Carta%20de%20Opinioao_CotaMulheres.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2014.

_____. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 04 jun. 2014.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

JOHNSON, S. G.; SCHNATTERLY, K.; HILL, A. Board composition beyond independence: social capital, human capital and demographics. **Journal of Management**, Thousand

Oaks, v.39, n. 1, p. 232-262, 2013.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, [S.l.], v.10, n. 5, p. 703-728, 2004.

LAMEIRA, V. J.; NESS JÚNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, D. V. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP - RAUSP**, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

LESLIE, M. B. The wisdom of crowds? Groupthink and nonprofit governance. **Florida Law Review**, Gainesville, FL, v.62, n.5, p.1179-1226, 2010.

LIU, Y.; WEI, Z.; XIE, F. Do women directors improve firm performance in China? **Journal of Corporate Finance**, [S.l.], v. 28, p. 169-184, 2014.

LIGHTHALL, N. R.; MATHER, M.; GORLICK, M. A. Acute stress increases sex difference in risk seeking in the balloon analogue risk task. **Plos One Journal Information**, San Francisco, CA, v. 4, n. 7, p. 1-6, 2009.

LOPES, H. E. G.; BERNARDES, P.; LARA, L. C. Governança corporativa e desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Economia & Gestão**, Belo Horizonte, v. 9, n. 19, p. 26-43, 2009.

MAIA, A. B. G. R.; VASCONCELOS, A. C.; LUCA, M. M. M. Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. **Internext - Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM**, São Paulo, v. 8, n. 2, p. 40-60, 2013. Disponível em: <<http://internext.espm.br/index.php/internext/article/view/155/151>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

MELO, R. S. et al. A contribuição da Governança Corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE Revista de Gestão**, São Paulo, v. 20, n. 1, p. 79-92, 2013.

MORCK, R. Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of the devil's advocate. **Journal of Management and Governance**, Hudson, NY, v. 12, n. 2, p. 179-200, 2008.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S.H. Impacto da Entrada nos níveis diferenciados de Governança Corporativa sobre a imagem institucional da empresa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v.19, n.2, p.85-111, abr./jun.2008.

PONTE, V. M. R. et al. Motivações para a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa segundo diretores de relações com investidores. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, São Leopoldo, v. 9, n. 3, p. 255-269, jul./set.2012.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos novos mercados da BOVESPA: novo mercado, nível 1 e nível 2 – determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v.7, n.1, p.107-136, 2009.

RHODE, D. L.; PACKEL, A. K. **Diversity on corporate boards**: how much difference does difference make. Working Papers Series, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=16785615>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

RIBEIRO, H. C. M. et al. Governança Corporativa: um estudo bibliométrico da produção científica das dissertações e teses brasileiras. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v.15, n.3, p.52-70, set./dez.2012.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, Chicago, v. 59, n. 2, p. 197-216, 1986.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F Bovespa. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013.

SILVA, E. S. **Governança Corporativa e retorno anormal em aquisições**: evidências do Brasil. 2014. 128 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

SILVA, R. F. M.; CARMONA, C. M. A relação entre o risco e as práticas de governança corporativa diferenciada: uma abordagem sob a égide da Teoria dos Portfólios de Markowitz. **Revista Brasileira de Gestão e Negócios- RBGN**, São Paulo, v. 13, n.39, p. 175-192, abr./jun.2011.

SILVEIRA, A. M. **Corporate Scandals of the 21st Century**: limitations of mainstream corporate governance literature and the need for a new behavioral approach. Jan. 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2181705>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

_____. **Governança corporativa**: o essencial para líderes. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

_____. **Governança corporativa no Brasil e no mundo.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

_____ et al. **Women's participation in senior management positions: gender social relations, law and corporate governance.** Oct. 2014. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2508929>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

_____; BARROS, L. A. B. C. **Concentration of power and corporate performance variability.** Feb. 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2225355>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

_____; _____. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd - Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 14, n. 3, p. 1-29, 2008. Disponível em: <<http://www.seer.ufrgs.br/index.php/read/article/view/39338/25151>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

_____; _____. FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 3-32, 2006.

SNIEZEK, J.; HENRY, R. A. Accuracy and confidence in group judgment. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, San Diego, v.43, n. 1, p. 1-28, 1989. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0749597889900551>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

SUBRAHMANYAM, A. Social networks and corporate governance. **European Financial Management**, Oxford, v.14, n. 4, p.633-662, 2008.

TOBIN, J. Liquidity preferences as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, Oxford, v. 25, n. 2, p. 65-86, Feb. 1958.

VAN EES, H.; GRABRIELSSON, J.; HUSE, M. Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. **Corporate Governance: An International Review**, Oxford, v. 17, n. 3, p. 307-319, 2009.

UNITED STATES OF AMERICA. Securities and Exchange Commission (SEC). **Proxy disclosure enhancements (final rule - release 33-9089).** Dec. 2009. Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive2009.shtml>>. Acesso em: 14 ago. 2014.

_____. Securities and Exchange Commission (SEC). **Speech statement on the proposed interagency policy statement to establish standards to assess the diversity policies and practices of regulated entities.** Oct. 2013. Disponível em: <<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370540026835#.VC7MumW5c5g>>. Acesso em: 14 ago. 2014.

ANEXO A – COMPARATIVO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem		No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra		Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Obrigações do Conselho de Administração	Não há regra		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação		Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	

Reunião pública anual	Facultativa		Obrigatória		Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório				Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta		Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório				Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA (2015).

ANEXO B – MATRIZ DE CORRELAÇÕES – VARIÁVEIS DE CONTROLE - PERÍODO 2012

Variável	Q	IN DEP	TAM CA	DUA LIDADE	FC 123 AD	DIF 123 AD	DIV PL	LIQ	PAY OUT	LA JIRDA	CREC	POR TE	DTAM	TANG	SETOR REG	FA MI LIAR	ESTA TAL	ES TRANG	PUL VERIZ	COM PART	ADR 23	BOV
Q	1	-0,02	0,11	-0,08	0,12	-0,18	-0,37	-0,12	0,16	0,40	-0,07	-0,09	-0,35	-0,16	-0,20	-0,08	-0,19	0,11	0,00	0,12	-0,20	0,03
INDEP		1,00	0,21	0,17	-0,31	-0,27	-0,06	-0,01	-0,10	0,09	0,01	-0,18	-0,18	0,03	-0,28	0,09	0,05	-0,14	0,33	-0,19	-0,04	0,47
TAM CA			1,00	0,09	0,14	-0,25	-0,12	0,05	-0,14	0,23	0,02	-0,14	-0,17	-0,01	-0,24	0,05	-0,03	-0,05	-0,03	0,00	-0,21	0,29
DUALIDADE				1,00	0,04	-0,11	0,11	-0,03	-0,24	-0,04	-0,06	-0,05	-0,07	0,12	-0,13	0,33	-0,15	-0,02	-0,04	-0,22	0,10	0,09
FC123AD					1,00	-0,12	-0,04	-0,26	-0,10	-0,01	0,17	0,06	-0,11	0,01	0,21	0,25	0,01	0,30	-0,51	-0,08	-0,03	-0,05
DIF123AD						1,00	0,16	0,13	0,36	-0,02	-0,06	0,34	0,33	-0,06	0,24	0,13	0,25	-0,02	-0,15	-0,15	0,26	-0,68
DIV PL							1,00	0,04	-0,12	-0,05	0,05	0,20	0,17	0,02	0,16	0,07	-0,02	-0,07	-0,08	0,03	0,14	-0,05
LIQ								1,00	0,02	0,01	-0,05	0,42	0,36	-0,03	0,18	-0,13	0,18	-0,04	0,15	-0,04	0,33	-0,28
PAYOUT									1,00	0,22	-0,05	0,08	0,10	-0,07	0,35	-0,26	0,10	0,10	-0,02	0,14	-0,08	-0,06
LAJIRDA										1,00	-0,09	0,12	0,03	-0,19	-0,12	-0,12	-0,02	0,21	0,00	0,01	0,02	0,06
CREC											1,00	-0,16	-0,10	0,23	-0,06	0,18	-0,04	-0,03	-0,03	-0,10	-0,07	0,06
LOG												1,00	0,62	-0,54	0,09	-0,11	0,25	0,12	-0,11	-0,03	0,58	-0,44
DTAM													1,00	-0,14	0,20	-0,20	0,23	0,11	0,07	-0,02	0,52	-0,36
TANG														1,00	0,19	0,11	-0,03	-0,05	-0,07	-0,01	-0,10	0,07
SETOR REG															1,00	-0,16	0,27	0,32	-0,19	-0,05	0,21	-0,26
FAMILIAR																1,00	-0,18	-0,16	-0,18	-0,60	-0,11	-0,01
ESTATAL																	1,00	-0,08	-0,08	-0,29	0,32	-0,32
ESTRANG																		1,00	-0,08	-0,27	0,06	-0,16
PULVERIZ																			1,00	-0,29	0,12	0,17
COMPART																				1,00	-0,16	0,16
ADR23																					1,00	-0,40
BOV																						1,00

Fonte: elaborado pela própria autora

ANEXO C – MATRIZ DE CORRELAÇÕES – VARIÁVEIS DE CONTROLE - PERÍODO 2013

VARIÁVEL	Q	INDEP	TAM CA	DUA IDA DE	FC 123 AD	DIF 123 AD	DIV PL	LIQ	PAY OUT	LAJIR DA	CREC	POR TE	DTAM	TANG	SETOR REG	FA MI LIAR	ESTA TAL	ES TRANG	PULVE RIZ	COM PART	ADR 23	BOV
Q	1	-0,06	0,01	-0,14	0,14	-0,17	-0,33	-0,07	-0,04	0,02	-0,07	-0,09	-0,24	-0,14	-0,14	-0,12	-0,20	0,13	-0,05	0,19	-0,18	-0,01
INDEP		1,00	0,18	0,18	-0,30	-0,28	-0,09	-0,02	-0,18	-0,03	0,03	-0,15	-0,24	0,07	-0,26	0,11	0,04	-0,14	0,32	-0,21	-0,05	0,48
TAM CA			1,00	0,09	0,11	-0,22	-0,06	-0,03	0,02	0,32	-0,07	-0,07	-0,14	0,00	-0,27	-0,01	-0,02	-0,04	-0,02	0,03	-0,18	0,26
DUALIDADE				1,00	0,00	-0,10	0,12	-0,04	-0,05	-0,03	-0,08	-0,06	-0,04	0,05	-0,13	0,29	-0,14	-0,02	-0,03	-0,20	0,12	0,08
FC123AD					1,00	-0,11	-0,03	-0,24	-0,05	-0,06	0,20	0,02	-0,06	0,07	0,23	0,24	0,01	0,31	-0,51	-0,07	-0,02	-0,05
DIF123AD						1,00	0,15	0,14	0,07	0,06	-0,09	0,33	0,38	-0,06	0,22	0,13	0,25	-0,02	-0,15	-0,15	0,26	-0,68
DIV PL							1,00	0,00	-0,02	0,12	0,13	0,25	0,24	-0,02	0,08	0,05	-0,04	-0,10	-0,10	0,08	0,12	-0,06
LIQ								1,00	0,61	-0,11	-0,03	0,44	0,37	-0,04	0,19	-0,09	0,19	-0,05	0,12	-0,05	0,37	-0,28
PAYOUT									1,00	0,04	-0,03	0,21	0,12	-0,01	0,18	-0,08	-0,05	0,01	-0,03	0,11	0,19	-0,20
LAJIRDA										1,00	-0,23	0,39	0,16	-0,30	-0,26	-0,15	0,03	0,09	0,05	0,04	0,10	-0,03
CREC											1,00	-0,15	-0,14	0,12	-0,02	0,25	-0,05	-0,04	-0,05	-0,14	-0,09	0,09
LOG												1,00	0,63	-0,49	0,03	-0,09	0,24	0,10	-0,10	-0,03	0,57	-0,39
DTAM													1,00	-0,13	0,23	-0,20	0,23	0,11	0,07	-0,02	0,57	-0,36
TANG														1,00	0,08	0,16	-0,03	-0,04	-0,07	-0,06	-0,09	0,05
SETOR REG															1,00	-0,12	0,26	0,31	-0,19	-0,07	0,19	-0,25
FAMILIAR																1,00	-0,18	-0,16	-0,18	-0,60	-0,11	-0,01
ESTATAL																	1,00	-0,08	-0,08	-0,29	0,32	-0,32
ESTRANG																		1,00	-0,08	-0,27	0,06	-0,16
PULVERIZ																			1,00	-0,29	0,12	0,17
COMPART																				1,00	-0,16	0,16
ADR23																					1,00	-0,40
BOV																						1,00

Fonte: elaborado pela própria autora

ANEXO D – RESULTADOS DAS REGRESSÕES – 2012

Variável explicativa de interesse: Índice de Diversidade – DIV CA Blau

Sem a exclusão de observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 4.83

Prob > chi2 = 0.028

```
regress Q DIVCAblau indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD divpl liq payout l
> ajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang pulveriz ADR23 bov, vc
> e(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 90
 F(20, 69) = 2.85
 Prob > F = 0.0007
 R-squared = 0.4308
 Root MSE = 1.2664

Robst						
Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DIVCAblau	-.0135575	1.174172	-0.01	0.991	-2.355966	2.328851
indep	.5397722	.8684482	0.62	0.536	-1.192735	2.272279
tamca	-.2352976	.3996472	-0.59	0.558	-1.032572	.5619767
dualidade	-.1028622	.3092227	-0.33	0.740	-.7197447	.5140202
FC123AD	1.525607	.9213964	1.66	0.102	-.3125281	3.363743
DIF123AD	-2.805093	1.781313	-1.57	0.120	-6.358714	.7485285
divpl	-.2504161	.1574106	-1.59	0.116	-.5644416	.0636094
liq	-.0149151	.1239872	-0.12	0.905	-.2622627	.2324325
payout	.3472627	.1955342	1.78	0.080	-.0428174	.7373428
lajirda	3.415823	2.461347	1.39	0.170	-1.49443	8.326077
crec	-.0022423	.0013263	-1.69	0.095	-.0048883	.0004037

porte		-.2863462	.3923089	-0.73	0.468	-1.068981	.4962886
tang		-.0235615	.0260486	-0.90	0.369	-.075527	.028404
setorreg		-.5064594	.499437	-1.01	0.314	-1.502809	.4898902
familiar		-.1237994	.3613202	-0.34	0.733	-.8446134	.5970147
estatal		-.9980176	.469656	-2.12	0.037	-1.934956	-.0610795
estrang		-.4738375	.8412189	-0.56	0.575	-2.152023	1.204348
pulveriz		.0889287	.7539777	0.12	0.906	-1.415216	1.593073
ADR23		-.3012898	.4851085	-0.62	0.537	-1.269055	.6664751
bov		-1.417144	.9350855	-1.52	0.134	-3.282588	.4483006
_cons		4.548925	2.686909	1.69	0.095	-.8113115	9.909161

Variável Explicativa de Interesse: Índice de Diversidade – DIV CA Blau

Excluindo-se observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 19.44

Prob > chi2 = 0.0000

```
regress Q DIVCAblau indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD divpl liq payout l
> ajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang pulveriz ADR23 bov
if
> stud<3&stud>-3&cook<1, vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 86

F(20, 65) = 5.27

Prob > F = 0.0000

R-squared = 0.6896

Root MSE = .84537

	Q_	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DIVCAblau		-.615289	.8009656	-0.77	0.445	-2.214928	.9843497
indep		-.3033466	.6833365	-0.44	0.659	-1.668064	1.061371
tamca		.1268833	.3380782	0.38	0.709	-.5483056	.8020721
dualidade		-.1744209	.2356632	-0.74	0.462	-.6450727	.2962309
FC123AD		.1124262	.6091741	0.18	0.854	-1.104179	1.329031
DIF123AD		-1.379016	.9825835	-1.40	0.165	-3.341371	.5833389
divpl		-.3789375	.0953277	-3.98	0.000	-.56932	-.188555
liq		-.0171085	.0980485	-0.17	0.862	-.2129249	.1787079
payout		.126755	.1093887	1.16	0.251	-.0917093	.3452193
lajirda		9.738274	1.322156	7.37	0.000	7.097747	12.3788
crec		.083914	.1437274	0.58	0.561	-.2031295	.3709575
porte		.3033357	.3267265	0.93	0.357	-.3491822	.9558536
tang		.031941	.0173284	1.84	0.070	-.0026662	.0665483
setorreg		-.4540453	.3188961	-1.42	0.159	-1.090925	.1828342
familiar		.202332	.2802712	0.72	0.473	-.3574082	.7620722
estatal		-.37147	.3674252	-1.01	0.316	-1.105269	.3623288
estrang		-.9143387	.4150733	-2.20	0.031	-1.743297	-.0853802
pulveriz		.106924	.5033728	0.21	0.832	-.8983809	1.112229
ADR23		-.4085154	.3695822	-1.11	0.273	-1.146622	.3295912
bov		-.162559	.5572523	-0.29	0.771	-1.275469	.9503507
_cons		-.4474153	2.268522	-0.20	0.844	-4.977967	4.083137

Variáveis explicativas de interesse: GEN, FORM ACAD BLAU, IDADE E CULT

Sem a exclusão de observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 5,15

Prob > chi2 = 0.023

```
regress Q gen FORMACADblau idad cult indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD d
> ivpl liq payout lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang
```

pulve

> riz ADR23 bov, vce(robust)

Linear regression

Number of obs = 90

F(23, 66) = 3.32

Prob > F = 0.0001

R-squared = 0.4568

Root MSE = 1.265

	Q_	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gen		.8419755	1.09626	0.77	0.445	-1.346779	3.03073
FORMACADblau		-1.541118	1.671983	-0.92	0.360	-4.879339	1.797103
idad		-1.657958	1.585038	-1.05	0.299	-4.822589	1.506673
cult		.0817714	.8213651	0.10	0.921	-1.558137	1.72168
indep		.4957159	.7656942	0.65	0.520	-1.033042	2.024474
tamca		-.2844581	.4183032	-0.68	0.499	-1.119627	.5507113
dualidade		-.0768938	.2990313	-0.26	0.798	-.6739291	.5201415
FC123AD		1.455558	.9545383	1.52	0.132	-.4502392	3.361355
DIF123AD		-3.1199	1.894301	-1.65	0.104	-6.901994	.6621942
divpl		-.2303156	.1625022	-1.42	0.161	-.5547617	.0941305
liq		-.0088759	.1153432	-0.08	0.939	-.2391659	.2214142
payout		.4024238	.2060697	1.95	0.055	-.0090076	.8138552
lajirda		3.502326	2.331896	1.50	0.138	-1.153454	8.158105
crec		-.0011583	.001624	-0.71	0.478	-.0044007	.0020841
portel		-.2896018	.4057042	-0.71	0.478	-1.099616	.5204127
tang		-.022577	.024848	-0.91	0.367	-.0721877	.0270337
setorreg		-.5960828	.4848221	-1.23	0.223	-1.564061	.3718957
familiar		-.1877147	.384383	-0.49	0.627	-.9551601	.5797308
estatal		-.8708355	.4248986	-2.05	0.044	-1.719173	-.022498
estrang		-.5691287	.8993713	-0.63	0.529	-2.364782	1.226524
pulveriz		.0182921	.7952628	0.02	0.982	-1.569501	1.606086
ADR23		-.1845219	.5014216	-0.37	0.714	-1.185642	.8165987
bov		-1.491073	.9546259	-1.56	0.123	-3.397045	.414899
_cons		6.532497	3.034833	2.15	0.035	.4732583	12.59174

Variáveis Explicativas de Interesse: GEN, FORM ACAD BLAU, IDADE E CULT

Excluindo-se observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 16.81

Prob > chi2 = 0.0000

.

. regress Q gen FORMACADblau idad cult indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD d

> ivpl liq payout lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang
pulve

> riz ADR23 bov if stud<3&stud>-3&cook<1, vce(robust)

Linear regression

Number of obs = 86

F(23, 62) = 5.06

Prob > F = 0.0000

R-squared = 0.7048

Root MSE = .84412

	Q_	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	gen	-.0694933	.6942451	-0.10	0.921	-1.457269	1.318283
	FORMACADblau	-1.698825	1.080181	-1.57	0.121	-3.858076	.4604261
	idad	-.8793128	1.129062	-0.78	0.439	-3.136275	1.377649
	cult	-.3673279	.6335603	-0.58	0.564	-1.633797	.899141
	indep	-.2708116	.6375119	-0.42	0.672	-1.54518	1.003556
	tamca	.0522665	.3481784	0.15	0.881	-.6437323	.7482652
	dualidade	-.138629	.2357681	-0.59	0.559	-.6099228	.3326648
	FC123AD	.1569821	.6162675	0.25	0.800	-1.074919	1.388883
	DIF123AD	-1.662277	.9108806	-1.82	0.073	-3.483101	.1585472
	divpl	-.3782803	.0984671	-3.84	0.000	-.5751132	-.1814474
	liq	-.0161869	.0937955	-0.17	0.864	-.2036814	.1713075
	payout	.1815012	.1150404	1.58	0.120	-.0484613	.4114638
	lajirda	9.557246	1.314918	7.27	0.000	6.928762	12.18573
	crec	.0730863	.163984	0.45	0.657	-.2547131	.4008858
	porte	.3201386	.3190661	1.00	0.320	-.3176654	.9579426
	tang	.0310901	.0182492	1.70	0.093	-.0053895	.0675697
	setorreg	-.5026808	.3411023	-1.47	0.146	-1.184535	.1791731
	familiar	.1461845	.3071525	0.48	0.636	-.4678046	.7601737
	estatal	-.3355143	.3695099	-0.91	0.367	-1.074154	.4031255
	estrang	-.8968205	.438649	-2.04	0.045	-1.773667	-.0199736

pulveriz		.0862929	.4997164	0.17	0.863	-.912626	1.085212
ADR23		-.4269236	.3606352	-1.18	0.241	-1.147823	.2939758
bov		-.2963587	.5020162	-0.59	0.557	-1.299875	.7071574
_cons		.9112731	2.577453	0.35	0.725	-4.240982	6.063528

Variável Explicativa de Interesse: Índice de Diversidade – DIV CA Pontos

Sem a exclusão de observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 4.84

Prob > chi2 = 0.0278

```
.
. regress Q DIVCApontos indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD divpl liq payout
> lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang pulveriz ADR23
bov,
> vce(robust)
```

```
Linear regression                                Number of obs =      90
                                                F( 20,    69) =      2.85
                                                Prob > F      = 0.0007
                                                R-squared     = 0.4308
                                                Root MSE     = 1.2664
```

		Robust					
	Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DIVCApontos		.0055322	1.164717	0.00	0.996	-2.318015	2.329079
indep		.5402925	.8715809	0.62	0.537	-1.198464	2.279049
tamca		-.2347051	.4085949	-0.57	0.568	-1.04983	.5804195
dualidade		-.1023059	.3099341	-0.33	0.742	-.7206077	.5159958
FC123AD		1.523068	.9184258	1.66	0.102	-.309141	3.355278
DIF123AD		-2.808414	1.797905	-1.56	0.123	-6.395135	.7783074
divpl		-.2504818	.1569004	-1.60	0.115	-.5634896	.062526
liq		-.015314	.1276218	-0.12	0.905	-.2699125	.2392845
payout		.3471099	.1951574	1.78	0.080	-.0422185	.7364383
lajirda		3.409768	2.476108	1.38	0.173	-1.529932	8.349468

crec		-.0022415	.0013194	-1.70	0.094	-.0048735	.0003906
porte		-.2876273	.3894015	-0.74	0.463	-1.064462	.4892075
tang		-.0236822	.0263754	-0.90	0.372	-.0762996	.0289353
setorreg		-.5072586	.5013344	-1.01	0.315	-1.507393	.4928761
familiar		-.1239529	.3618223	-0.34	0.733	-.8457685	.5978628
estatal		-.9972505	.4704276	-2.12	0.038	-1.935728	-.0587731
estrang		-.4740175	.8338269	-0.57	0.572	-2.137457	1.189422
pulveriz		.0892858	.7563002	0.12	0.906	-1.419492	1.598063
ADR23		-.3003843	.4809017	-0.62	0.534	-1.259757	.6589882
bov		-1.418088	.9417193	-1.51	0.137	-3.296766	.460591
_cons		4.550932	2.67892	1.70	0.094	-.7933681	9.895231

Variável Explicativa de Interesse: Índice de Diversidade – DIV CA Pontos

Excluindo-se observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 18.97

Prob > chi2 = 0.0000

.

```
. regress Q DIVCApontos indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD divpl liq payout
> lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang pulveriz ADR23 bov
i
> f stud<3&stud>-3&cook<1, vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 86

F(20, 65) = 5.33

Prob > F = 0.0000

R-squared = 0.6899

Root MSE = .84494

Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DIVCApontos	-.6585538	.8039906	-0.82	0.416	-2.264234	.9471263
indep	-.316623	.6916846	-0.46	0.649	-1.698013	1.064767
tamca	.1010824	.3434882	0.29	0.769	-.5849108	.7870756
dualidade	-.1829529	.2400747	-0.76	0.449	-.6624151	.2965093
FC123AD	.1287847	.6047751	0.21	0.832	-1.079035	1.336604
DIF123AD	-1.337177	.9921274	-1.35	0.182	-3.318592	.6442386
divpl	-.3746512	.0941855	-3.98	0.000	-.5627527	-.1865497
liq	-.0063998	.1043716	-0.06	0.951	-.2148443	.2020447
payout	.1242751	.1085288	1.15	0.256	-.0924718	.341022
lajirda	9.781425	1.329609	7.36	0.000	7.126014	12.43684
crec	.0809393	.1434748	0.56	0.575	-.2055996	.3674782
portel	.2940677	.3267801	0.90	0.371	-.3585572	.9466926
tang	.0326746	.0174667	1.87	0.066	-.0022089	.0675581
setorreg	-.4502112	.3162157	-1.42	0.159	-1.081738	.1813151
familiar	.2044327	.281175	0.73	0.470	-.3571126	.765978
estatal	-.3755795	.3744083	-1.00	0.320	-1.123325	.3721656
estrang	-.9036792	.4149876	-2.18	0.033	-1.732467	-.0748918
pulveriz	.0968884	.5074736	0.19	0.849	-.9166064	1.110383
ADR23	-.3985178	.3661621	-1.09	0.280	-1.129794	.3327583
bov	-.1447715	.5591538	-0.26	0.797	-1.261479	.9719357
_cons	-.3797383	2.273758	-0.17	0.868	-4.920747	4.16127

Variáveis Explicativas de Interesse: GEN, FORM ACAD Pontos, IDADE E CULT

Sem a exclusão de observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 5.26

Prob > chi2 = 0.0218

.

. regress Q gen FORMACADpontos idad cult indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD

```
> divpl liq payout lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang
pul
> veriz ADR23 bov, vce(robust)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      90
                                                F( 23,    66) =    3.22
                                                Prob > F      =  0.0001
                                                R-squared     =  0.4515
                                                Root MSE     =  1.2712
```

Q_	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gen	.905928	1.101865	0.82	0.414	-1.294016	3.105872
FORMACADpo~s	-.1400448	.2841815	-0.49	0.624	-.7074314	.4273419
idad	-1.742752	1.618103	-1.08	0.285	-4.973398	1.487895
cult	.1606737	.7874136	0.20	0.839	-1.411448	1.732796
indep	.488493	.7867853	0.62	0.537	-1.082375	2.05936
tamca	-.2895121	.4288291	-0.68	0.502	-1.145697	.5666727
dualidade	-.1274844	.2972577	-0.43	0.669	-.7209785	.4660097
FC123AD	1.421697	.9477046	1.50	0.138	-.4704563	3.31385
DIF123AD	-3.093497	1.898612	-1.63	0.108	-6.884199	.697204
divpl	-.2262865	.1600433	-1.41	0.162	-.5458233	.0932503
liq	.0001591	.1167746	0.00	0.999	-.2329889	.2333071
payout	.3759173	.1971544	1.91	0.061	-.0177141	.7695488
lajirda	3.531469	2.385927	1.48	0.144	-1.232188	8.295126
crec	-.0011491	.0018884	-0.61	0.545	-.0049194	.0026213
porte	-.3224412	.4216613	-0.76	0.447	-1.164315	.5194328
tang	-.0205861	.0262158	-0.79	0.435	-.0729276	.0317553
setorreg	-.5539785	.5169065	-1.07	0.288	-1.586016	.4780587
familiar	-.176594	.3786636	-0.47	0.642	-.9326203	.5794324
estatal	-.9115381	.4199197	-2.17	0.034	-1.749935	-.0731413
estrang	-.5822239	.9081773	-0.64	0.524	-2.395458	1.23101
pulveriz	-.0098161	.8195879	-0.01	0.990	-1.646176	1.626544
ADR23	-.1246786	.4768587	-0.26	0.795	-1.076758	.8274004
bov	-1.455701	.9694516	-1.50	0.138	-3.391273	.4798718
_cons	6.192966	3.20488	1.93	0.058	-.2057838	12.59172

Variáveis Explicativas de Interesse: GEN, FORM ACAD Pontos, IDADE E CULT

Excluindo-se observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

```
chi2(1)      =    15.56
Prob > chi2  =    0.0001
```

```
.
. regress Q gen FORMACADpontos idad cult indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD
> divpl liq payout lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang
pul
> veriz ADR23 bov if stud<3&stud>-3&cook<1, vce(robust)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      86
                                                F( 23,    62) =     5.35
                                                Prob > F      =    0.0000
                                                R-squared     =    0.7093
                                                Root MSE     =    .83773
```

	Q_	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	gen	-.0964297	.6897171	-0.14	0.889	-1.475155	1.282295
FORMACADpo~s		-.3130096	.1628158	-1.92	0.059	-.6384737	.0124545
	idad	-.6233669	1.220647	-0.51	0.611	-3.063405	1.816671
	cult	-.2474672	.6188318	-0.40	0.691	-1.484494	.9895599
	indep	-.337659	.6375836	-0.53	0.598	-1.61217	.9368524
	tamca	.0093371	.3616406	0.03	0.979	-.7135722	.7322465
	dualidade	-.1739504	.2390396	-0.73	0.470	-.6517838	.303883
	FC123AD	.1359659	.6114028	0.22	0.825	-1.086211	1.358143
	DIF123AD	-1.517117	.9103572	-1.67	0.101	-3.336895	.3026612
	divpl	-.3833857	.0918022	-4.18	0.000	-.5668958	-.1998756
	liq	.0065772	.0949847	0.07	0.945	-.1832946	.1964489
	payout	.1524449	.1112463	1.37	0.176	-.0699332	.374823
	lajirda	9.721685	1.294251	7.51	0.000	7.134515	12.30886
	crec	.07817	.1605777	0.49	0.628	-.2428203	.3991603
	porte	.3503136	.3205131	1.09	0.279	-.290383	.9910102
	tang	.0364457	.0181597	2.01	0.049	.0001449	.0727464
	setorreg	-.3829571	.3261641	-1.17	0.245	-1.03495	.2690356
	familiar	.1957174	.3179739	0.62	0.540	-.4399033	.8313381
	estatal	-.3362906	.3757375	-0.90	0.374	-1.087379	.414798
	estrang	-.9314974	.4256974	-2.19	0.032	-1.782454	-.0805404
	pulveriz	.0812038	.4916769	0.17	0.869	-.9016444	1.064052
	ADR23	-.3830503	.339417	-1.13	0.263	-1.061535	.2954347
	bov	-.1795544	.4985996	-0.36	0.720	-1.176241	.8171321
	_cons	.0975437	2.5501	0.04	0.970	-5.000034	5.195122

ANEXO E – RESULTADOS DAS REGRESSÕES – 2013

Variável Explicativa de Interesse: Índice de Diversidade – DIV CA Blau

Sem a exclusão de observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 20.77

Prob > chi2 = 0.0000

```
.
. regress Q DIVCAblau indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD divpl liq payout l
> ajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang pulveriz ADR23 bov,
vc
> e(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 90

F(20, 69) = 2.66

Prob > F = 0.0014

R-squared = 0.3190

	Q_	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DIVCAblau		.3909675	.9899595	0.39	0.694	-1.583948	2.365883
indep		.7081218	.6603863	1.07	0.287	-.6093128	2.025556
tamca		-.3077054	.3049765	-1.01	0.317	-.9161168	.300706
dualidade		-.3717184	.2684528	-1.38	0.171	-.907267	.1638303
FC123AD		1.358496	.9178615	1.48	0.143	-.4725877	3.189579
DIF123AD		-1.230631	1.000707	-1.23	0.223	-3.226987	.7657239
divpl		-.2391699	.0926929	-2.58	0.012	-.4240871	-.0542527
liq		.229392	.1980108	1.16	0.251	-.1656287	.6244127
payout		-.0191902	.0108624	-1.77	0.082	-.0408601	.0024797
ajirda		.2268271	.3972771	0.57	0.570	-.5657191	1.019373
crec		-.0078046	.0070292	-1.11	0.271	-.0218274	.0062183
porte		-.397528	.366327	-1.09	0.282	-1.12833	.3332744
tang		-.041383	.018929	-2.19	0.032	-.0791454	-.0036206
setorreg		-.4105388	.3633975	-1.13	0.263	-1.135497	.3144193
familiar		-.4383903	.2896213	-1.51	0.135	-1.016169	.1393884

estatal		-1.176628	.3235677	-3.64	0.001	-1.822128	-.5311279
estrang		-.0273709	.7165727	-0.04	0.970	-1.456894	1.402152
pulveriz		-.4907802	.6183324	-0.79	0.430	-1.72432	.7427592
ADR23		-.104049	.3608081	-0.29	0.774	-.8238415	.6157435
bov		-.8948523	.5725437	-1.56	0.123	-2.037046	.2473411
_cons		4.847865	2.386485	2.03	0.046	.0869584	9.608772

Variável Explicativa de Interesse: Índice de Diversidade – DIV CA Blau

Excluindo-se observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 13.49

Prob > chi2 = 0.0002

.

```
. regress Q DIVCAblau indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD divpl liq payout 1
> ajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang pulveriz ADR23 bov
if
> stud<3&stud>-3&cook<1, vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 88

F(20, 67) = 2.63

Prob > F = 0.0016

R-squared = 0.2876

		Robust					
	Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DIVCAblau		-.2964802	.8672225	-0.34	0.734	-2.027464	1.434503
indep		.6390957	.6453051	0.99	0.326	-.6489387	1.92713
tamca		-.3025227	.2931898	-1.03	0.306	-.8877321	.2826866
dualidade		-.3028938	.2489038	-1.22	0.228	-.7997079	.1939203
FC123AD		1.203329	.909389	1.32	0.190	-.6118193	3.018477

DIF123AD		-.5452483	.8622545	-0.63	0.529	-2.266315	1.175819
divpl		-.2609842	.0819925	-3.18	0.002	-.4246418	-.0973265
liq		.2001745	.1908869	1.05	0.298	-.1808372	.5811863
payout		-.0105742	.1165612	-0.09	0.928	-.2432313	.222083
lajirda		.1969604	.3605509	0.55	0.587	-.5227023	.9166231
crec		-.0057447	.0064494	-0.89	0.376	-.0186179	.0071284
porte		-.2857147	.3418628	-0.84	0.406	-.9680756	.3966463
tang		-.0365977	.0188852	-1.94	0.057	-.0742926	.0010973
setorreg		-.1237809	.3058449	-0.40	0.687	-.7342499	.4866881
familiar		-.4443646	.2922045	-1.52	0.133	-1.027607	.1388781
estatal		-1.241974	.3381286	-3.67	0.000	-1.916881	-.5670662
estrang		-.7286848	.4208651	-1.73	0.088	-1.568735	.1113655
pulveriz		-.5539543	.6268171	-0.88	0.380	-1.805086	.6971779
ADR23		-.0272641	.3401017	-0.08	0.936	-.7061099	.6515816
bov		-.4601226	.4892853	-0.94	0.350	-1.43674	.5164949
_cons		4.047151	2.36522	1.71	0.092	-.6738476	8.76815

Variáveis Explicativas de Interesse: GEN, FORM ACAD Blau, IDAD E CULT

Sem a exclusão de observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 21.40

Prob > chi2 = 0.0000

.

```
. regress Q gen FORMACADblau idad cult indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD d
> ivpl liq payout lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang
pulve
> riz ADR23 bov, vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 90

F(23, 66) = 2.58

Prob > F = 0.0014

R-squared = 0.3277

Root MSE = 1.0915

		Robust				[95% Conf. Interval]	
Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
gen	1.01484	.9495425	1.07	0.289	-.8809829	2.910663	
FORMACADblau	-.1070343	1.512053	-0.07	0.944	-3.125945	2.911877	
idad	.1055393	1.8565	0.06	0.955	-3.601082	3.812161	
cult	.0204718	.7014942	0.03	0.977	-1.380107	1.42105	
indep	.6566813	.6122684	1.07	0.287	-.565752	1.879115	
tamca	-.3169679	.2983786	-1.06	0.292	-.9127	.2787643	
dualidade	-.3007783	.2822801	-1.07	0.291	-.8643688	.2628121	
FC123AD	1.413059	1.001489	1.41	0.163	-.5864773	3.412596	
DIF123AD	-1.31382	1.089823	-1.21	0.232	-3.489721	.8620824	
divpl	-.2545809	.1093203	-2.33	0.023	-.4728459	-.0363159	
liq	.2105364	.2103311	1.00	0.320	-.2094032	.6304761	
payout	-.0165591	.0117297	-1.41	0.163	-.0399782	.00686	
lajirda	.2465674	.4235251	0.58	0.562	-.5990278	1.092163	
crec	-.0052071	.0082417	-0.63	0.530	-.0216623	.011248	
porte	-.3939106	.4234253	-0.93	0.356	-1.239306	.4514853	
tang	-.0410582	.0201983	-2.03	0.046	-.0813853	-.000731	
setorreg	-.3601944	.3495479	-1.03	0.307	-1.058089	.3377006	
familiar	-.4819286	.3086231	-1.56	0.123	-1.098115	.1342573	
estatal	-1.168903	.3719072	-3.14	0.003	-1.91144	-.4263667	
estrang	-.0600069	.7589927	-0.08	0.937	-1.575385	1.455371	
pulveriz	-.3966981	.6955784	-0.57	0.570	-1.785465	.992069	
ADR23	-.0988118	.4155031	-0.24	0.813	-.9283904	.7307669	
bov	-.9139366	.5874311	-1.56	0.125	-2.086781	.2589074	
_cons	4.907649	2.756318	1.78	0.080	-.5955185	10.41082	

Variáveis Explicativas de Interesse: GEN, FORM ACAD Blau, IDAD E CULT

Excluindo-se observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 12.87

Prob > chi2 = 0.0003

```
. regress Q gen FORMACADblau idad cult indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD d
> ivpl liq payout lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang
pulve
> riz ADR23 bov if stud<3&stud>-3&cook<1, vce(robust)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      87
                                                F( 23,      63) =    2.89
                                                Prob > F          =  0.0005
                                                R-squared         =  0.2977
                                                Root MSE         =  1.0218
```

	Robust					
Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gen	.6570299	.8943129	0.73	0.465	-1.130112	2.444172
FORMACADblau	-.6549432	1.493696	-0.44	0.663	-3.639857	2.329971
idad	-.8517982	1.724065	-0.49	0.623	-4.297067	2.59347
cult	-.0945044	.6991031	-0.14	0.893	-1.49155	1.302542
indep	.5559365	.5776767	0.96	0.340	-.5984581	1.710331
tamca	-.1879555	.4160017	-0.45	0.653	-1.019269	.6433576
dualidade	-.1724901	.2962869	-0.58	0.563	-.7645722	.419592
FC123AD	1.081696	1.01831	1.06	0.292	-.9532346	3.116627
DIF123AD	-.6663572	1.028928	-0.65	0.520	-2.722507	1.389792
divpl	-.2603339	.0974772	-2.67	0.010	-.4551265	-.0655413
liq	.1310607	.2026458	0.65	0.520	-.2738947	.5360161
payout	-.0193999	.132929	-0.15	0.884	-.2850373	.2462375
lajirda	.3098405	.4460451	0.69	0.490	-.5815095	1.201191
crec	.051402	.079242	0.65	0.519	-.1069506	.2097546
porte	-.2694871	.3921268	-0.69	0.494	-1.05309	.5141158
tang	-.0362544	.0197786	-1.83	0.072	-.0757787	.0032698
setorreg	-.1450537	.3261808	-0.44	0.658	-.796874	.5067665
familiar	-.571578	.3154254	-1.81	0.075	-1.201905	.0587493
estatal	-1.173191	.4075227	-2.88	0.005	-1.987561	-.3588223
estrang	-.7492632	.4528384	-1.65	0.103	-1.654189	.1556621
pulveriz	-.4742314	.6966307	-0.68	0.499	-1.866337	.917874
ADR23	.0078634	.3898903	0.02	0.984	-.7712702	.786997
bov	-.5636574	.4997109	-1.13	0.264	-1.56225	.4349351
_cons	4.734457	2.912333	1.63	0.109	-1.085376	10.55429

Variável Explicativa de Interesse: Índice de Diversidade – DIV CA Pontos

Sem a exclusão de observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 20.44

Prob > chi2 = 0.0000

.

```
. regress Q DIVCApontos indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD divpl liq payout
> lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang pulveriz ADR23
bov,
> vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 90

F(20, 69) = 2.62

Prob > F = 0.0016

R-squared = 0.3187

Root MSE = 1.0747

	Q_	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DIVCApontos		.3545785	.9692739	0.37	0.716	-1.57907	2.288227
indep		.7177189	.6559314	1.09	0.278	-.5908284	2.026266
tamca		-.3008725	.3101767	-0.97	0.335	-.9196581	.3179131
dualidade		-.3678644	.2677358	-1.37	0.174	-.9019828	.166254
FC123AD		1.363079	.9092372	1.50	0.138	-.4507997	3.176957
DIF123AD		-1.235555	1.009008	-1.22	0.225	-3.24847	.7773611
divpl		-.2419848	.0926265	-2.61	0.011	-.4267695	-.0572
liq		.2214659	.201123	1.10	0.275	-.1797636	.6226953
payout		-.0186337	.0109474	-1.70	0.093	-.0404732	.0032059
lajirda		.2245184	.3978756	0.56	0.574	-.5692217	1.018258
crec		-.0077148	.0070753	-1.09	0.279	-.0218297	.0064
porte		-.3872109	.367574	-1.05	0.296	-1.120501	.3460791
tang		-.0412714	.0189761	-2.17	0.033	-.0791277	-.0034151
setorreg		-.409036	.3706992	-1.10	0.274	-1.148561	.3304887
familiar		-.4382517	.2903998	-1.51	0.136	-1.017583	.14108
estatal		-1.172301	.3331797	-3.52	0.001	-1.836977	-.507626
estrang		-.033631	.7100774	-0.05	0.962	-1.450197	1.382935
pulveriz		-.4849959	.624621	-0.78	0.440	-1.731081	.761089

ADR23		-.1127575	.3577535	-0.32	0.754	-.8264562	.6009412
bov		-.8953306	.573903	-1.56	0.123	-2.040236	.2495745
_cons		4.794456	2.408449	1.99	0.050	-.0102682	9.599181

Variável Explicativa de Interesse: Índice de Diversidade – DIV CA Pontos

Excluindo-se observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 13.66

Prob > chi2 = 0.0002

.

```
. regress Q DIVCApontos indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD divpl liq payout
> lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang pulveriz ADR23 bov
i
> f stud<3&stud>-3&cook<1, vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 88

F(20, 67) = 2.66

Prob > F = 0.0015

R-squared = 0.2879

Root MSE = 1.0018

		Robust				
	Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DIVCApontos		-.3253653	.8343786	-0.39	0.698	-1.990792 1.340061
indep		.6327815	.64542	0.98	0.330	-.6554821 1.921045
tamca		-.31076	.2985681	-1.04	0.302	-.9067045 .2851845
dualidade		-.3066026	.2515159	-1.22	0.227	-.8086304 .1954252
FC123AD		1.205236	.89929	1.34	0.185	-.5897547 3.000226
DIF123AD		-.5266076	.8440697	-0.62	0.535	-2.211378 1.158163
divpl		-.2589619	.0824314	-3.14	0.003	-.4234958 -.0944281

liq	.2092484	.1975885	1.06	0.293	-.18514	.6036367
payout	-.0121528	.1154302	-0.11	0.916	-.2425524	.2182469
lajirda	.2032357	.3591251	0.57	0.573	-.513581	.9200524
crec	-.0057509	.0064778	-0.89	0.378	-.0186806	.0071788
porte	-.2917545	.3457062	-0.84	0.402	-.981787	.398278
tang	-.0364367	.018635	-1.96	0.055	-.0736322	.0007589
setorreg	-.1204903	.3105616	-0.39	0.699	-.7403738	.4993932
familiar	-.4461421	.2926161	-1.52	0.132	-1.030206	.1379222
estatal	-1.249675	.3433237	-3.64	0.001	-1.934952	-.5643978
estrang	-.71998	.4171093	-1.73	0.089	-1.552534	.1125737
pulveriz	-.5640267	.63541	-0.89	0.378	-1.83231	.704257
ADR23	-.0229668	.3329237	-0.07	0.945	-.6874852	.6415517
bov	-.4562746	.4818123	-0.95	0.347	-1.417976	.5054267
_cons	4.096457	2.399891	1.71	0.092	-.693745	8.886659

Variáveis Explicativas de Interesse: GEN, FORM ACAD Pontos, IDAD E CULT

Sem a exclusão observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 21.34

Prob > chi2 = 0.0000

```
. regress Q gen FORMACADpontos idad cult indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD
> divpl liq payout lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang
pul
> veriz ADR23 bov, vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 90

F(23, 66) = 2.62

Prob > F = 0.0012

R-squared = 0.3276

Root MSE = 1.0916

		Robust				[95% Conf. Interval]	
Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
gen	1.021673	.9575544	1.07	0.290	-.8901458	2.933492	
FORMACADpo~s	-.0006284	.2497312	-0.00	0.998	-.4992328	.4979761	
idad	.0811768	1.922986	0.04	0.966	-3.758189	3.920542	
cult	.0240995	.7066507	0.03	0.973	-1.386774	1.434973	
indep	.6584891	.6142133	1.07	0.288	-.5678274	1.884806	
tamca	-.3139822	.2922209	-1.07	0.287	-.8974201	.2694556	
dualidade	-.3065535	.271509	-1.13	0.263	-.8486386	.2355316	
FC123AD	1.407941	.9890199	1.42	0.159	-.5667008	3.382583	
DIF123AD	-1.321752	1.090657	-1.21	0.230	-3.499319	.855815	
divpl	-.2530755	.1075985	-2.35	0.022	-.4679028	-.0382483	
liq	.21135	.2080891	1.02	0.313	-.2041133	.6268133	
payout	-.0166701	.01149	-1.45	0.152	-.0396107	.0062704	
lajirda	.2445666	.4282048	0.57	0.570	-.6103719	1.099505	
crec	-.0053639	.0090896	-0.59	0.557	-.0235119	.0127842	
porte	-.4013935	.4112827	-0.98	0.333	-1.222546	.4197588	
tang	-.0412711	.0205798	-2.01	0.049	-.0823599	-.0001822	
setorreg	-.3627266	.3965287	-0.91	0.364	-1.154422	.4289685	
familiar	-.4807417	.3075787	-1.56	0.123	-1.094842	.1333589	
estatal	-1.173973	.3603324	-3.26	0.002	-1.8934	-.4545463	
estrang	-.0610591	.7534359	-0.08	0.936	-1.565342	1.443224	
pulveriz	-.4021035	.6717476	-0.60	0.551	-1.743291	.9390839	
ADR23	-.0904546	.3713506	-0.24	0.808	-.83188	.6509707	
bov	-.9148267	.5920138	-1.55	0.127	-2.09682	.267167	
_cons	4.914535	2.855488	1.72	0.090	-.7866312	10.6157	

Variáveis Explicativas de Interesse: GEN, FORM ACAD Pontos, IDAD E CULT

Excluindo-se observações extremas e influentes

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of Q_

chi2(1) = 13.01

Prob > chi2 = 0.0003

```
. regress Q gen FORMACADpontos idad cult indep tamca dualidade FC123AD DIF123AD
> divpl liq payout lajirda crec porte tang setorreg familiar estatal estrang
pul
> veriz ADR23 bov if stud<3&stud>-3&cook<1, vce(robust)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      87
                                                F( 23,      63) =      3.01
                                                Prob > F          = 0.0003
                                                R-squared         = 0.2999
                                                Root MSE         = 1.0202
```

		Robust					[95% Conf. Interval]	
Q_	Coef.	Std. Err.	t	P> t				
gen	.6113146	.8851281	0.69	0.492	-1.157473	2.380102		
FORMACADpo~s	-.13961	.2091352	-0.67	0.507	-.5575333	.2783134		
idad	-.6146371	1.812785	-0.34	0.736	-4.2372	3.007925		
cult	-.0222145	.6993333	-0.03	0.975	-1.419721	1.375292		
indep	.5315906	.5715438	0.93	0.356	-.6105485	1.67373		
tamca	-.2190377	.4145163	-0.53	0.599	-1.047382	.6093071		
dualidade	-.1944715	.2812431	-0.69	0.492	-.756491	.367548		
FC123AD	1.077685	1.017004	1.06	0.293	-.9546357	3.110005		
DIF123AD	-.6532421	1.005631	-0.65	0.518	-2.662836	1.356351		
divpl	-.2609741	.0942734	-2.77	0.007	-.4493644	-.0725837		
liq	.159974	.2066035	0.77	0.442	-.2528901	.5728381		
payout	-.0255348	.1310447	-0.19	0.846	-.2874066	.2363371		
lajirda	.3322406	.4394504	0.76	0.452	-.545931	1.210412		
crec	.0458241	.077275	0.59	0.555	-.1085976	.2002458		
porte	-.2756639	.3801627	-0.73	0.471	-1.035358	.4840306		
tang	-.034938	.019611	-1.78	0.080	-.0741273	.0042514		
setorreg	-.0887948	.3481253	-0.26	0.800	-.7844676	.606878		
familiar	-.5387863	.3176127	-1.70	0.095	-1.173485	.0959121		
estatal	-1.187214	.3921177	-3.03	0.004	-1.970798	-.4036291		
estrang	-.7555356	.4682252	-1.61	0.112	-1.691209	.1801378		
pulveriz	-.4939846	.6639408	-0.74	0.460	-1.820764	.8327951		
ADR23	.034899	.3402328	0.10	0.919	-.645002	.7147999		
bov	-.5278598	.4885534	-1.08	0.284	-1.504156	.4484361		
_cons	4.496282	2.945941	1.53	0.132	-1.390713	10.38328		