

Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica

João Batista Fraga[†]

Fundação Getúlio Vargas

Vinícius Augusto Brunassi Silva^Ω

Fundação Getúlio Vargas

RESUMO

Este artigo investiga a composição dos conselhos de administração de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, no que se refere à diversidade de sexo, etária, educacional e independência ou não dos integrantes, e busca aferir se existe relação entre diversidade e o desempenho da empresa. A pesquisa compreende todas as empresas sem controle majoritário, um tipo de estrutura societária que surgiu, no País, em 2005. Os resultados indicam que a maior diversidade nas áreas de educação formal e a independência ou a não independência dos membros do conselho de administração afetam negativamente o desempenho da empresa, enquanto a diversidade nos anos de escolaridade tem efeito positivo. A presença de mulheres nos conselhos é pequena, mas aquelas empresas cujos conselhos contavam com pelo menos um integrante do sexo feminino apresentaram desempenho de mercado significativamente superior ao das demais.

Palavras-chave: Governança corporativa; conselhos de administração; diversidade; controle majoritário.

**Autor para correspondência:*

[†] Mestre em Administração de Empresas pela COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ.

Vínculo: Aluno do Curso de Doutorado em Administração da Fundação Getúlio Vargas – EAESP.

Endereço: Rua Pernambuco, n. 120, apto 7, Higienópolis, São Paulo – SP – Brasil.

E-mail: fragab@gmail.com

Telefone: (11)3666-7015

^Ω Mestre em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas, EAESP-FGV

Vínculo: Aluno do curso de Doutorado em Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, EAESP – FGV.

Endereço: Rua Ulisses Cruz, número 527 – apto. 92, bloco – B., Tatuapé. São Paulo – SP – Brasil

E-mail: Vinicius.vitio@gmail.com

Telefone: (11) 2295 - 3163

Nota do Editor: Esse artigo foi aceito por Bruno Funchal



Este trabalho foi licenciado com uma Licença [Creative Commons - Atribuição 3.0 Não Adaptada](https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/).

1. INTRODUÇÃO

O grande conflito no âmbito da governança corporativa é o que existe entre os acionistas e os administradores. Jensen e Meckling (1976) analisaram os motivos teóricos do problema de agência, ao apresentar a teoria da estrutura de propriedade. A empresa é uma ficção legal, em que se estabelecem relações contratuais e pela qual transitam ativos, comprados e vendidos sem a interferência de todas as partes interessadas. Há, especialmente, uma relação de agência entre o principal, o acionista que está fora da empresa, e o agente, o administrador que tem pouca ou nenhuma participação na empresa. O agente pode, indevidamente, apropriar-se de recursos da empresa ou não despende todo o esforço necessário para criar valor para os acionistas. O principal pode limitar os efeitos dessa divergência de interesses, por meio de controles, o que significa incorrer em custos de auditoria e de sistemas de informação e compor o conselho de administração com participantes que atendam a seus interesses.

O conselho de administração é, então, a instância-chave para monitorar a gestão da empresa. Fama e Jensen (1983) exploraram os aspectos da separação entre a propriedade e a atividade de monitoração e destacaram o papel do conselho, que deve “sempre ter o poder de contratar, de despedir e de decidir sobre a remuneração dos gerentes do primeiro escalão da empresa, além de ratificar e de monitorar as decisões importantes” (FAMA; JENSEN, 1983, p. 311). A literatura sobre governança corporativa tem um interesse considerável nos conselhos de administração, e a maior parte da pesquisa sobre conselhos é dominada pela teoria da agência (VAN AES; GRABRIELSSON; HUSE, 2009).

A partir dos *takeovers* da década de 80, a crescente interferência dos investidores na vida política das empresas evoluiu na direção do que se convencionou chamar de iniciativas para a melhoria das práticas de governança corporativa, seja pela atuação de autorreguladores, como as recomendações do comitê criado pela Bolsa de Londres, em conjunto com outras entidades, em 1992, e o Novo Mercado, implantado pela BM&FBOVESPA, em 2000, seja pela atuação de reguladores, como a instituição do *Sarbanes-Oxley Act*, em 2002, pelo Congresso dos Estados Unidos.

Os conselhos de administração, seu propósito, sua composição e seu funcionamento, estão entre os aspectos de governança mais discutidos por executivos,

conselheiros, investidores e reguladores. Livros, revistas de negócios, gurus e consultores ensinam as melhores práticas a serem adotadas em um conselho, enquanto códigos de governança corporativa listam recomendações que as companhias devem cumprir. A *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) emitiu seus princípios de governança, e a Bolsa de Nova Iorque estabeleceu regras que exigem das empresas listadas um conselho formado por maioria de membros independentes (BECH; JENKINSON; MAYER, 2005).

Toda ênfase às melhores práticas e ao aperfeiçoamento do funcionamento dos conselhos não impediu que ocorressem, por exemplo, as já clássicas fraudes na Enron e Worldcom, no início deste milênio. E mesmo que tais exemplos sejam descartados por atravessarem a fronteira do puro e simples crime, o ano crítico de 2008 é pleno de ocorrências de problemas de agência de grandes proporções. Centenas de instituições financeiras deterioraram-se economicamente, afetando os preços de suas ações, o mercado de crédito e, em última análise, a economia mundial. A crise financeira levantou a questão de por que os conselheiros daquelas instituições não tiveram capacidade de prever os problemas que acarretariam a tomada excessiva de riscos (ROST; OSTERLOH, 2009).

A mesma pergunta poderia ser estendida no Brasil para os conselheiros de diversas empresas listadas em bolsa, líderes em seus mercados, como a Aracruz (ARACRUZ CELULOSE S.A, 2008) e a Sadia (SADIA S.A, 2008), que sofreram perdas em operações de derivativos grandes, o suficiente para levarem as duas empresas à beira da falência e a serem absorvidas por concorrentes.

O objetivo deste artigo foi investigar a composição dos conselhos de administração (também referidos como CA ou conselhos) de empresas brasileiras sem controle majoritário, no que tange às diversidades de sexo (homens e mulheres), etária, educacional, e de independência ou não independência dos integrantes e aferir se existe ou não relação entre diversidade dos CA e desempenho de mercado da empresa e, existindo, qual a direção. Este estudo é o primeiro no Brasil a empreender tal investigação. O motivo da escolha de empresas sem controle majoritário foi de que, para elas, o problema de agência apresenta-se na forma clássica definida por Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983): o conflito entre executivos e acionistas, cabendo a função de mediação e de controle ao Conselho de Administração. Esse tipo de estrutura de propriedade é um fenômeno recente no Brasil, pois a primeira empresa listada sem controle majoritário data de junho de 2005. A estrutura que vigorava, e ainda predomina, era da empresa com

controle majoritário em que o problema de agência se desloca para o relacionamento entre os acionistas majoritários e minoritários.

A principal contribuição do artigo é apresentar evidências de que maior diversidade nas áreas de educação formal e na composição de independência ou não independência dos membros do CA afeta negativamente o resultado da empresa. A diversidade em anos de educação afeta o desempenho da firma, no sentido positivo. O artigo mostra também que, apesar da pequena presença de mulheres, as empresas que contavam com pelo menos um integrante do sexo feminino nos CA apresentavam um desempenho de mercado significativamente superior ao das que não tinham.

Este artigo está organizado da seguinte forma: a seção 2 explora os trabalhos que serviram de base para o desenvolvimento deste estudo e da formulação da hipótese de pesquisa; a seção 3 descreve a base de dados e a metodologia de pesquisa; a seção 4 apresenta os resultados; finalmente, a seção 5 conclui o artigo.

2. CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E DIVERSIDADE

Há número crescente de trabalhos que enfatizam a necessidade do estudo mais profundo dos processos comportamentais que ocorrem dentro e ao redor dos conselhos de administração para melhor compreensão das condições necessárias para uma governança corporativa efetiva. Tais estudos estão distribuídos entre várias disciplinas e fazem uso de metodologias e de pressupostos distintos, de modo que o estudo “comportamental” dos conselhos ainda não provê uma alternativa coerente à perspectiva da teoria da agência (VAN AES; GRABRIELSSON; HUSE, 2009).

Rost e Osterloh (2009) argumentaram que a principal razão para os conselheiros das empresas financeiras não terem antevisto a fragilidade de seus balanços, na crise financeira de 2008, foi a crescente homogeneidade dos conselhos, com falta de uma representação educacional variada e de pontos de vista diferenciados, o que levou a um comportamento de manada e de pensamento de grupo (*group think*).

O conceito de pensamento de grupo foi criado por Irving Janis, em 1972, e foi muito discutido nas décadas de 70 e 80. O conceito foi desenvolvido para explicar processos de tomada de decisão que levam a erros, a catástrofes e a formas de extremismo. Erros estratégicos como a invasão nazista à União Soviética, em 1941, ou o lançamento do fracassado modelo Edsel da Ford, seriam exemplos de pensamento de grupo causados por uma análise incompleta das alternativas e dos objetivos, falha no exame dos riscos da

alternativa escolhida e informação insuficiente processada de forma tendenciosa (SUNSTEIN, 2009).

O *group think* faz com que pessoas com percepções fora da zona de conforto do consenso de determinado grupo evitem expressar ideias e opiniões. Nesse contexto, membros pertencentes a certo grupo buscam minimizar o conflito e alcançar consenso em detrimento de outros objetivos. Os sintomas do pensamento de grupo seriam a visão estereotipada dos inimigos ou concorrentes, a excessiva racionalização e as pressões em direção à uniformidade, além da autocensura conectada com a ilusão da unanimidade. As causas estariam ligadas à coesão, ao isolamento, à falta de um líder que incentive o debate e à homogeneidade social e ideológica dos membros do grupo (SUNSTEIN, 2009).

Sunstein (2009) propôs o que considera um conceito mais útil de que o pensamento de grupo para explicar o extremismo e o erro: a polarização de grupo. Membros de um grupo, usualmente, terminam em uma posição mais extrema, na mesma direção de suas inclinações, do que a posição que tinham antes de começar a deliberar. É um padrão que não está limitado a épocas, a nações ou a culturas particulares. Pelo contrário, pode ser encontrado em centenas de estudos envolvendo dezenas de países.

Os membros de um grupo tendem ao extremismo, e, se o grupo é dominado por pessoas autoconfiantes, ele caminha na mesma direção. A defesa contra o extremismo está em um sistema de liberdade de expressão, de diversidade de opiniões e de freios e contrapesos (*checks and balances*), em que um poder controla o outro (SUNSTEIN, 2009). Para grupos menores, Glaeser e Sunstein (2009) defendem a diversidade intelectual e cultural. Tanto para instituições públicas quanto para privadas, um processo de decisão não tendencioso tende a manter em equilíbrio os tomadores de decisão.

A visão multicultural chegou primeiro na educação, mais precisamente nas escolas dos EUA, nos anos 60, e segundo Ogbu (1992) fomentou o orgulho nas minorias, ajudou os estudantes a desenvolver um novo olhar sobre sua cultura e reduziu os preconceitos e os estereótipos. Nas empresas, a primeira abordagem foi feita em direção à diversidade da força de trabalho. Robinson e Dechant (1987) ressaltaram que a diversidade na administração, com ênfase na presença de mulheres, melhoraria as perspectivas de crescimento dos negócios por aperfeiçoar a compreensão dos mercados em que eram oferecidos os produtos da empresa e aumentaria a criatividade, a inovação e a qualidade na solução dos problemas e da liderança, além de facilitar o relacionamento com a natural diversidade cultural dos mercados globais.

A preocupação com a diversidade dos CA não é recente, embora a literatura ainda seja escassa. A partir da constatação de que a literatura sugeria que a diversidade impactava a dinâmica dos grupos, melhorando o processo de tomada de decisão, Erhardt, Werbel e Sharader (2003) investigaram o impacto da diversidade dos conselhos no desempenho de 112 grandes empresas abertas americanas. A hipótese proposta foi de que a maior diversidade demográfica entre os membros do conselho aumentava o desempenho organizacional. A diversidade demográfica foi medida pela representação das mulheres e de etnias. O desempenho organizacional foi medido pelo retorno dos ativos (ROA) e pela receita líquida em relação ao capital investido (ROI). Os resultados sustentaram a hipótese de que níveis mais altos de diversidade no conselho levariam a um melhor desempenho organizacional.

Carter, Simkins e Simpson (2003), ao assinalarem que um dos elementos chaves da teoria da agência é de que a independência do conselho é crítica para o seu funcionamento no melhor interesse dos acionistas, questionaram o impacto da diversidade na independência, constatando que a teoria da agência não provê uma predição clara na relação entre a diversidade do CA e o valor da empresa. Eles examinaram essa relação em 637 grandes empresas americanas. Como medida da diversidade, consideraram o percentual de mulheres e minorias (afro-americanos, hispânicos e asiáticos) presentes no conselho e como medida do valor da empresa o q de Tobin. A conclusão foi de que existe uma relação positiva entre a participação de mulheres e de minorias no conselho e o valor da empresa. Os resultados empíricos obtidos por Carter, Souza, Simkins e Simpson (2008), com dados de empresas americanas do período 1998-2002, confirmaram a relação positiva da participação no conselho e, também, em comitês do conselho, uma evidência que Adams e Ferreira (2009) consideraram difícil de interpretar depois que aplicaram aos testes procedimentos para tratar a existência das variáveis omitidas. Adams e Ferreira (2009), contudo, observaram que a presença de mulheres parecia ter um impacto significativo na governança dos CA, sendo elas mais dispostas a participar de comitês relacionados à atividade de monitoração da administração. Esse comportamento pode ser explicado pela investigação realizada por Sapienza, Zingales e Maestripieri (2009), que, utilizando amostras compostas de estudantes de cursos de MBA, concluíram que as mulheres, em média, eram mais avessas ao risco do que os homens na tomada de decisões de caráter financeiro.

Um dos aspectos importantes desses resultados é que eles foram obtidos com dados de empresas americanas listadas em bolsa, que não possuem um controlador majoritário e nas quais o problema de agência é essencialmente entre os executivos e os acionistas, cabendo ao Conselho de Administração a função de mediação e de controle. Na existência de um controlador majoritário, o problema de governança fundamental é o oportunismo deste em detrimento dos acionistas minoritários (BEBCHUK; WEISBACH, 2010). Trabalhando com dados de empresas listadas na Bolsa de Istambul, na qual predominam companhias com controles majoritários, Ararat, Aksu e Cetin (2010) não encontraram evidências de que a diversidade da composição do conselho em relação a sexo, idade e educação influenciaram o desempenho de mercado das empresas turcas.

3. DADOS E METODOLOGIA

3.1 Dados

A existência de empresas sem controle majoritário (individual ou em grupo, unidos por acordo de acionistas) é um fenômeno novo na bolsa brasileira, uma mudança de paradigma (GORGA, 2008). A primeira empresa listada em bolsa no País, sem controle majoritário, foi as Lojas Renner, em junho de 2005, quando o então controlador vendeu a participação de quase 100% do capital da companhia para o mercado, de forma pulverizada, por meio de uma oferta pública (RENNER S. A., 2005). Do ponto de vista legal, nada de novo aconteceu na governança da empresa, já que, pela lei societária, sempre coube aos acionistas detentores de ações ordinárias elegerem o conselho. A diferença estava no fato de que, enquanto havia controle majoritário, o controlador elegia o conselho praticamente sozinho e monitorava a administração, pois tinha o poder político e o incentivo econômico para fazê-lo. Sem controlador majoritário e, no caso das Lojas Renner, sem nenhum tipo de controlador, as funções do CA ganhavam nova dimensão, aproximando-se do modelo das empresas americanas listadas em bolsa. Outras companhias, aproveitando a retomada de ofertas públicas e das IPOs, em 2006 e 2007, também deixaram de ter um controlador majoritário. Quando da elaboração deste estudo, 35 empresas listadas na BM&FBOVESPA tinham mais de 50% do capital dispersos no mercado ou, no jargão legal, “em circulação”.

Apesar da dispersão de parte significativa das ações no mercado, em muitas empresas da amostra, existe um acionista ou um grupo organizado de acionistas que exercem algum poder de controle em função do tamanho da participação que ainda detêm. A situação foi apresentada de forma clássica por Jensen e Meckling (1976), que

modelaram sua teoria de estrutura da propriedade partindo da situação em que o acionista e o administrador são os mesmos para aquela em que o acionista se desfaz de parte da posição lançando ações no mercado. Se, por exemplo, 60% das ações estão no mercado, o acionista/administrador poderá gastar em benefício próprio \$1, arcando com o custo de somente 40 centavos. Se 80% das ações estiverem no mercado, o gasto improdutivo custará 20 centavos para o administrador até chegar a zero, se o capital for totalmente disperso. No caso da amostra, é possível que, em algumas empresas, a composição dos CA ainda esteja sendo determinada, em parte, por acionistas com poder de controle e, eventualmente, impedindo que o CA desempenhe plenamente o seu papel. Como também é possível que, em outras empresas, em que o capital já esteja totalmente disperso, a administração, liderada pelo Diretor-Presidente, esteja igualmente neutralizando o poder do CA.

Neste artigo, foram consideradas todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA que tinham, em 31.12 de cada ano, mais de 50% de ações em circulação no mercado. Foram analisados dados dos anos de 2005 a 2009. Os dados de 31.12.2005 foram utilizados para identificar as empresas com mais de 50% de ações em circulação, para as quais foi levantada a composição dos seus CAs. O mesmo procedimento foi adotado para anos seguintes de 2006 a 2008. Também foram levantados os demonstrativos financeiros das empresas selecionadas de 31.12 dos anos de 2006 a 2009. Ao todo, foram incluídas duas empresas em 2006, 13 em 2007, 26 em 2008 e 30 em 2009, totalizando 71 observações. A relação completa das empresas está no anexo do item 7. A composição do CA de cada ano foi aquela que vigorava em 30.04 do ano seguinte, observando-se que a maior parte das alterações na composição ocorre nos meses de março e abril, período em que se concentra a realização das assembleias de acionistas promovidas pelas empresas para atender a requisitos legais.

Os dados foram coletados nas seguintes fontes:

- a) Demonstrativos financeiros, preços das ações e número de ações emitidas: Economatica;
- b) Ações em circulação no mercado e composição do CA: *site* na Internet da bolsa (www.bmfbovespa.com.br - empresas > empresas listadas > empresa selecionada > informações financeiras > ano) e da CVM (www.cvm.gov.br – participantes do mercado > companhias abertas > ITR, DFP, IAN e outras informações). Os dados

constam do formulário IAN – Informações Anuais, “Quadro 02 – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro” do “Grupo 02 – Administração”, na forma de um currículo de cada conselheiro, e “Grupo 03 – Distribuição do Capital”. As informações que constavam nos currículos foram coletadas uma a uma, mediante a leitura do currículo de cada conselheiro. Eventuais informações omitidas nos currículos, o que ocorreu principalmente para a idade dos integrantes de CA, foram obtidas nos prospectos de ofertas públicas das empresas, disponíveis nos mesmos *sites*; e

- c) Independência ou não dos conselheiros: as fontes foram as mesmas do item anterior. Foi considerada a classificação de independente declarada pela empresa, dentro das regras do Novo Mercado, segmento de listagem da BM&FBOVESPA. O regulamento do Novo Mercado considera como independente o membro do CA que não tem ou não teve, nos três anos anteriores, vínculo com a companhia, não é acionista controlador, nem seu parente até segundo grau ou cônjuge, não é fornecedor ou comprador, na qualidade de proprietário ou funcionário, em magnitude que implique em perda de independência, não é cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da companhia e não recebe outra remuneração da companhia além da de conselheiro.

Conforme sugerido por Carter, Simkins e Simpson (2002), Carter, Souza, Simkins e Simpson (2008) e por Ararat, Aksu e Cetin (2010), para a medida do desempenho de mercado da empresa, foi usado o q de Tobin, na forma proposta por Chung e Pruitt (1994): aproximação $qtobin_{i,t} = (MVE + DEBT) / TA$, em que MVE é o produto do preço da ação da companhia multiplicado pelo número de ações emitidas, e DEBT é a soma da valor das dívidas de longo prazo com o valor das dívidas de curto prazo, este último depois de subtraído dos ativos de curto prazo. TA é o valor contábil do total de ativos da companhia.

O q de Tobin médio foi de 1,14, o que significa que o valor das empresas, no conceito clássico de finanças corporativas, incluindo-se não só o valor de mercado das ações, mas também o valor da dívida líquida, foi 14% superior ao valor dos ativos.

A tabela 1 apresenta a estatística descritiva de algumas características da amostra, como a composição do CA e tamanho das empresas. A média dos anos de escolaridade foi de 16,9 por CA, ligeiramente superior ao número considerado para graduação, que foi de 16 anos. A idade média dos membros dos CA foi de 53 anos e o número médio de áreas de educação formal foi de 4,2 por CA. A participação de mulheres nos CA foi muito baixa, situando-se a média em 4,4% do total de membros. Levantamento semelhante, feito por

Adams e Ferreira (2009), para empresas americanas no período de 1996-2003, encontrou a participação de 8,11% de mulheres nos CA.

A média do número de integrantes independentes no CA foi de 40,3%, observando-se que, embora não fosse uma condição para a seleção da amostra, todas as empresas objeto deste estudo faziam parte do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, segmento de listagem que exige, por regulamento, que pelo menos 20% dos integrantes do CA sejam independentes. O número médio de membros dos CA foi de 6,9, ou 488 conselheiros no total. O fato de as empresas estarem listadas no Novo Mercado também influencia esse número, pois, pelo regulamento, os CAs devem ser compostos por pelo menos cinco membros, embora a exigência mínima da lei societária seja de três membros. O percentual médio de ações em circulação foi de 73,6%, variando de 51,3% a 100%. O percentual das observações em que não havia acúmulo dos cargos de presidente do CA e de CEO foi de 81,7%. Quanto ao tamanho das empresas, o valor médio dos ativos totais foi de R\$ 3,46 bilhões.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das empresas sem controle majoritário

	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Anos de escolaridade - média dos integrantes do CA	16,9	0,62	15,3	18,4
Áreas de educação formal - média dos integrantes do CA	4,2	1,25	2,0	7,0
Sexo - integrantes por CA do sexo feminino (%)	4,4	7,39	-	28,6
Idade - média dos integrantes por CA	53,0	5,40	40,2	61,7
Independência dos integrantes do CA (%)	40,3	18,65	14,3	83,3
Número de integrantes por CA	6,9	1,64	5,0	12,0
Cargos não acumulados - CEO e Presidente CA (%)	81,7	-	-	-
<i>q</i> de Tobin	1,14	0,83	0,1	3,3
Retorno sobre os ativos - Roa (%)	5,8	5,72	(10,3)	21,2
Ativos totais (milhões de Reais)	3.462,1	5.656,6	305,5	25.700,0
Ações em circulação no mercado (%)	73,6	17,64	51,3	100,0
Integrantes do CA – número total	488			
Número de observações	71			

Fonte: Economática e BM&FBOVESPA. Dados processados pelos autores

3.2 Construção dos índices de diversidade

Autores como Carter, Simkins e Simpson (2002) e Erhardt, Werbel e Sharader (2003) mediram a diversidade - de sexo, por exemplo - por meio do percentual de integrantes do CA pertencentes ao sexo feminino, metodologia que embute em si uma contradição, pois supõe que um CA formado somente por mulheres teria alcançado a máxima diversidade possível. Bar, Niessen e Ruenzi (2007) propuseram uma medida de

diversidade derivada das ciências biológicas, assim como Ararat, Aksu e Cetin (2010). Este artigo, tal qual esses autores, propõe uma estimação na linha defendida por Glaeser e Sunstein (2009) e Sunstein (2009), de diversidade intelectual e de opiniões. São consideradas variáveis relativas ao sexo e à idade dos conselheiros (comum a vários dos autores citados), educação formal (BAR; NIESSEN; RUENZI, 2007), (ARARAT; AKSU; CETIN, 2010) e (HAMBRICK; MASON, 1984) e da composição entre conselheiros independentes ou não (ARARAT; AKSU; CETIN, 2010). Carter, Souza, Simkins e Simpson (2008) observaram que a investigação sobre o efeito da presença de conselheiros independentes nos CAs, feita por diversos autores, chegou a conclusões contraditórias. Os modelos utilizados mediram a relação entre a maior ou a menor participação de independentes no CA e o desempenho de mercado da empresa. Não é esse o caso deste artigo, que se propõe estimar como a diversidade da composição, entre integrantes independentes e não independentes, afeta o desempenho.

A partir das observações de Harrison e Klein (2007) de que a composição de diferenças de espécie, fonte de informação, conhecimento ou experiência entre membros de grupos seriam mais bem representadas por índices de Blau ou Teachman (entropia), foi definido o seguinte índice de diversidade:

$$D_{i,t} = 1 - \sum_{j=1}^k P_{i,j,t}^2 \quad (1)$$

Na fórmula acima (1), $P_{i,j,t}$ é a proporção de membros do conselho da empresa “ i ”, na data “ t ”, que pertencem à categoria “ j ”; e k é o número de categorias possíveis, dado o tamanho do conselho ou a natureza da variável medida. $D_{i,t}$ foi padronizado pela divisão pelo valor teórico máximo dado por $((k - 1)/K)$, fazendo com que, para qualquer das cinco variáveis, o valor mínimo fosse zero (total homogeneidade) e o valor máximo fosse 1 (máxima diversidade).

As variáveis e os parâmetros para a estimação do índice de diversidade são enumerados abaixo:

- a) Índice de diversidade nos anos de escolaridade ($\text{anos_educação}_{i,t}$): os membros do conselho da empresa “ i ” foram classificados em cinco categorias de escolaridade: 1 – até 8 anos, correspondente ao primeiro grau, 2 – até 11 anos, ensino médio, 3 – até 16 anos, graduação, 4 – até 18 anos, mestrado e 5 – mais de 18 anos, doutorado ou pós-

- doutorado. Para qualquer conselho, o número de categorias (k) possíveis foi 5. O índice de diversidade máximo seria 1 se os membros do conselho se distribuíssem igualmente nas cinco categorias e seria zero se todos se classificassem numa única categoria.
- b) Índice de diversidade de áreas de educação formal ($\text{áreas_educação}_{i,t}$) : foi identificada a área de educação formal de cada membro do conselho da empresa “i”, como exemplo engenharia, economia, administração, etc. Cada área foi associada em si a uma categoria. O número máximo de categorias (k) possíveis de um conselho era o número de membros do conselho. O índice de diversidade máximo seria 1 se cada membro do conselho tivesse educação formal em área diferente dos demais e zero se todos tivessem formação na mesma área.
- c) Índice de diversidade de sexo ($\text{sexo}_{i,t}$): os membros do conselho da empresa “i” foram classificados em duas categorias: 1 – masculino, 2 – feminino. Para qualquer conselho, o número de categorias (k) possíveis foi 2. O índice de diversidade máximo seria 1 se os membros do conselho se dividissem igualmente entre homens e mulheres e seria zero se todos fossem homens ou todas fossem mulheres.
- d) Índice de diversidade de idade ($\text{idade}_{i,t}$): os membros do conselho da empresa “i” foram classificados em cinco categorias de idade: 1 – 25-35 anos, 2 – 36-45 anos, 3 – 46-55 anos, 4 – 56-65 anos e 5 – mais de 65 anos,. Para qualquer conselho, o número de categorias (k) possíveis foi 5. O índice de diversidade máximo seria 1 se os membros do conselho se distribuíssem igualmente nas cinco categorias de idade e seria zero se todos se classificam numa única categoria, isto é, se estivessem todos ao redor da mesma idade.
- e) Índice de diversidade na independência ($\text{independência}_{i,t}$): os membros do conselho da empresa “i” foram classificados em duas categorias: 1 – independentes, 2 – não independentes. Para qualquer conselho, o número de categorias (k) possíveis foi 2. O índice de diversidade máximo seria 1 se os membros do conselho se dividissem igualmente entre independentes e não independentes e seria zero se todos fossem independentes ou todos não independentes.

A tabela 2 apresenta a descrição estatística dos índices de diversidade. A diversidade é baixa no caso do sexo, em virtude da pouca presença feminina nos CA, situa-se no nível intermediário, no caso dos anos de escolaridade, e é elevada para as áreas de

educação formal, a idade e a mescla entre integrantes independentes ou não independentes nos CA.

Tabela 2: Índices de diversidade

VARIÁVEL	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMA	MÁXIMA
Anos de escolaridade	0,538	0,187	0,000	0,888
Áreas de educação formal	0,786	0,153	0,225	1,000
Sexo	0,151	0,250	0,000	0,816
Idade	0,743	0,182	0,000	0,969
Independência ou não dos integrantes do CA	0,826	0,170	0,49	1,000
Número total de integrantes dos CA	488			
Número de observações	71			

Fonte: Económica e BM&FBOVESPA. Dados processados pelos autores

3.3 Metodologia para medir a relação entre diversidade do CA e desempenho da empresa

Na investigação, foi utilizada uma análise de regressão, para a seguinte equação (2), desenvolvida a partir dos modelos de Carter, Souza, Simkins e Simpson (2008), Ararat, Aksu e Cetin (2010) e Bar, Niessen e Ruenzi (2007), este originalmente construído para medir o impacto da diversidade das equipas de administradores no desempenho dos fundos de investimento.

$$qtobin_{i,t} = a + \beta_1 \text{anos_educação}_{i,t-1} + \beta_2 \text{áreas_educação}_{i,t-1} + \beta_3 \text{sexo}_{i,t-1} + \beta_4 \text{idade}_{i,t-1} + \beta_5 \text{independência}_{i,t-1} + \beta_n I_{i,t-1} + \beta_m ct_{i,t-1} + E_{it} \quad (2)$$

A variável dependente $qtobin_{i,t}$ mede o desempenho de mercado da companhia i no ano fiscal t . Os níveis de diversidades em anos de escolaridade, em áreas de educação formal, em sexo, em idade e em independência dos membros do CA, no ano anterior $t-1$, são medidos respectivamente pelas variáveis $\text{anos_educação}_{i,t-1}$, $\text{áreas_educação}_{i,t-1}$, $\text{sexo}_{i,t-1}$, $\text{idade}_{i,t-1}$, $\text{independência}_{i,t-1}$, na forma de índices de diversidade. Como detalha o item 3.1, este estudo considerou que a composição do CA que prevalecia no final no ano anterior ($t-1$), incluídas alterações realizadas até quatro meses após o final do ano (30.04), prazo legal final para realização da assembleia ordinária anual dos acionistas, influenciava o desempenho da empresa no ano (t), refletido no q de Tobin estimado a partir dos demonstrativos financeiros do final do ano (t). r é o vetor de variáveis de controle que podem afetar o desempenho de mercado, e cp é o vetor de variáveis *dummy* que representam os anos t .

O vetor r foi construído para evitar a omissão no modelo de variáveis que podem afetar o desempenho de mercado da empresa. Foram identificadas cinco variáveis. As duas primeiras, retorno dos ativos (*roa*) e o logaritmo dos ativos totais (*ativos_log*), conforme proposto por Carter, Souza, Simkins e Simpson (2008), têm como objetivo manter constantes as características da empresa. O retorno dos ativos mostra a relação entre a receita líquida e o valor de livro dos ativos, com poder preditivo sobre o q de Tobin (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003), enquanto o tamanho da empresa, no caso medido pelo valor dos ativos, é usado como variável de controle pois tem sido associado ao retorno das ações (FAMA; FRENCH, 1993).

As outras três variáveis medem aspectos da estrutura de governança. A primeira delas é o número de integrantes do conselho de administração (*tamanho_conselho*), associado negativamente ao desempenho de mercado da empresa: quanto maior o CA, pior o desempenho de mercado (YERMACK, 1996). A segunda variável (*ceo_acumula*) é uma *dummy* que assume valor zero se uma mesma pessoa acumula os cargos de presidente da empresa e presidente do CA, e valor 1 quando esses cargos são ocupados por diferentes pessoas. Carter, Souza, Simkins e Simpson (2008) assinalaram que a acumulação desses cargos pode estar associada a desempenhos inferiores. A terceira variável, o percentual de ações em circulação (*ações_circulação*), foi incluída pelos autores como *proxy* do poder de influência do CA sobre a administração da empresa, já que quanto maior a parcela em circulação do capital votante da empresa, menor poderia ser a oportunidade de acionistas com participações significativas no capital da empresa exercerem o controle. A utilização de variáveis *dummy* para indicar os setores de atividades das empresas foi dispensada, dado o tamanho reduzido da amostra e o fato que as empresas se distribuíam individualmente, uma por setor, com a exceção do imobiliário (sete empresas) e de *software* de gestão (duas empresas). Variáveis *dummy* incluídas para indentificar os setores não se mostraram significantes em testes que foram excluídos do trabalho final.

Conforme defendido pelo pensamento de *groupthink*, a ausência de novos *insights* ou de opiniões divergentes pode ser crucial na tomada de decisão. Como se trata do conselho de administração, decisões tomadas sem uma análise criteriosa para controle e para definição de diretrizes da companhia podem apresentar impacto em seu desempenho de mercado. Assim, foi testada a hipótese:

Hipótese H0: Diversidade do conselho de administração não afeta o desempenho de mercado da empresa. A diversidade do conselho de administração foi representada

separadamente por áreas de educação formal, sexo, idade e independência do conselho (o objetivo é mensurar o impacto de cada item de diversidade) e o desempenho de mercado da empresa medido pelo q de Tobin.

4 RESULTADOS

A tabela 3 apresenta a estimação do modelo. Ressalta-se que os testes de Breusch-Pagan (F: 1,35; p-valor: 0,2130) e de White (Chi²: 71,0; p-valor: 0,4442) não rejeitaram a hipótese de homoscedasticidade. O teste especial de White, indicado para casos em que a variância muda com o nível do valor esperado, rejeitou a homoscedasticidade, com elevado nível de significância (F: 7,67; p-valor: 0,001). Diante do resultado contraditório dos testes e como a adoção de um procedimento de correção da heteroscedasticidade não seria adequada, dado o tamanho pequeno da amostra, optou-se por ajustar os erros-padrão, mediante a adoção de procedimentos robustos para as estatísticas t e F. Os resultados apresentados na Tabela 3 demonstram que as variáveis, no seu conjunto, foram significantes estatisticamente (Teste F: 10,8; p-valor: 0,00) e com um elevado poder explicativo (R²: 0,62).

Diversidade nos anos de escolaridade. A hipótese H0 foi rejeitada, ao nível de significância de 10%. O estimador indica uma relação positiva entre o q de Tobin e a diversidade dos anos de escolaridade. Como a diversidade média das empresas da amostra situou-se em um nível intermediário (Tabela 2) e o número médio anos de escolaridade concentrou-se em torno do nível de graduação (Tabela 1), pode-se argumentar que haveria um aumento na efetividade dos CA se seus integrantes forem pouco mais variados em anos de escola.

Diversidade de áreas de educação formal. Os resultados demonstraram que existe uma relação negativa entre a diversidade das áreas de educação dos conselheiros e o desempenho de mercado da empresa, que não pode ser rejeitada ao nível de 5%. Empresas com conselhos integrados por pessoas com formações educacionais diversas teriam desempenho inferior, conclusão oposta aos argumentos desenvolvidos ao longo deste estudo sobre os efeitos positivos da diversidade. Uma explicação para esse resultado pode ser aventada. Na tabela 2, vê-se que a diversidade média das empresas da amostra é elevada e pode-se cogitar se os CAs seriam integrados por membros não só com áreas de formação escolar distintas entre si, mas também que pouco contribuiriam, em alguns casos, para dotar os conselheiros das habilidades necessárias para compreender os negócios da empresa. Nesse caso, a variável estaria captando, parcialmente, os efeitos de outra variável,

omitida, mas com ela correlacionada negativamente, que seria a capacidade dos conselheiros de entenderem as atividades da empresa e sobre elas se manifestarem com autoridade nas reuniões do CA e seus comitês. Cabe aqui a observação de Zingales (2000) de que, na “nova firma”, a competição em nível mundial demanda um processo de inovação e a busca da qualidade, que só podem ser gerados por empregados talentosos. Estes exigiriam uma liderança tecnicamente qualificada. É possível que integrantes dos CAs só consigam contribuir positivamente para os resultados da empresa se forem capazes, no nível estratégico e no de monitoração, de se impor tecnicamente.

Tabela 3: Estimação do modelo - erros-padrão robustos

VARIÁVEL	ESTIMADOR
Constante	4,273*** (0,729)
Anos de escolaridade - Índice de diversidade (<i>anos_educação</i>)	0,741* 0,430
Áreas de educação formal - Índice de diversidade (<i>áreas_educação</i>)	-1,097** (0,475)
Sexo - Índice de diversidade (<i>sexo</i>)	0,183 (0,357)
Idade - Índice de diversidade (<i>idade</i>)	-0,607 (0,416)
Independência - Índice de diversidade (<i>independência</i>)	-0,927** (0,459)
Retorno sobre os ativos (%) (<i>roa</i>)	0,022* (0,013)
Logo do ativo total (<i>ativos_log</i>)	-0,111* (0,058)
Número de integrantes do CA (<i>tamanho_conselho</i>)	-0,056 (0,049)
Não acúmulo de cargos - CEO e Presidente CA (<i>ceo_acumula</i>) (%)	-0,490** (0,227)
Ações em circulação no mercado (%) (<i>ações_circulação</i>)	0,011** (0,004)
Dummy 2007	0,530 (0,811)
Dummy 2008	-0,528 (0,731)
Dummy 2009	0,072 (0,768)
Número de Observações	71
R ²	0,62
F estatístico	10,8***
Teste Jarque-Bera	0,042
P-valor	0,979***

Fonte: Economática e BM&FBOVESPA. Dados processados pelos autores

Significância estatística: ***(1%), **(5%) e *(10%)

Diversidade de sexo. No que se refere à diversidade de sexo dos integrantes do conselho, percebe-se que não foi possível rejeitar a hipótese que esse item da diversidade não afeta o desempenho de mercado. Portanto, a princípio, não se confirma, para as empresas brasileiras sem controlador majoritário, a evidência encontrada nos trabalhos de Carter, Simkins e Simpson (2002) e Carter, Souza, Simkins e Simpson (2008), para empresas americanas, de que a presença de mulheres nos CAs impactava positivamente o desempenho de mercado. Os resultados são coerentes com os encontrados por Adams e Ferreira (2009), que também não foram conclusivos sobre a presença de mulheres em CA, quase sempre integrados majoritariamente por homens.

Ressalta-se que os índices de diversidade de sexo dos CAs das empresas brasileiras são muito baixos, sendo os CAs caracterizados por uma esmagadora predominância masculina: dos 71 conselhos/ano observados, apenas 20 eram integrados por pelo menos uma mulher. A tabela 4 mostra a comparação das médias das variáveis para conselhos com ou sem mulheres. Testes *t* de diferenças das médias mostram que elas são significativas, ao nível de 5%, para o *q* de Tobin e para os retornos sobre os ativos. Por essa comparação de médias, o desempenho de mercado das empresas seria superior quando o CA é integrado por mulheres. Pela tabela 4, é possível inferir também que tais empresas têm um percentual maior de ações em circulação. Tais resultados trazem à tona uma possibilidade, levantada por alguns autores, como Demsetz & Villalonga (2001), de que há uma relação endógena entre desempenho da empresa e estrutura de propriedade – e governança - em que o desempenho da empresa tem tanta probabilidade de afetar a estrutura de propriedade quanto esta, entre outros fatores, de determinar o desempenho. Pode-se cogitar se empresas com melhor desempenho não estariam mais propícias a convidar mulheres para fazer parte dos CAs.

Tabela 4: Comparação das médias dos CAs para empresas sem e com a presença de mulheres

VARIÁVEL	CA SEM MULHERES	CA COM MULHERES	DIFERENÇA	TESTE t
Número de observações	51	20		
Integrantes do CA – número total	351	137		
Integrantes do CA - número total de mulheres	0	21		
Anos de escolaridade - Índice de diversidade	0,52	0,59	0,07	1,44*
Anos de escolaridade - média dos integrantes do CA	16,9	17,0	0,1	0,62
Áreas de educação formal - Índice de diversidade	0,79	0,76	(0,03)	-0,70
Áreas de educação formal - média dos integrantes do CA	4,0	4,5	0,5	1,40*
Idade - Índice de diversidade	0,76	0,71	(0,05)	-1,04
Idade - média dos integrantes do CA	52,4	54,3	1,9	1,35*
Independência ou não - Índice de diversidade	0,82	0,83	0,01	0,23
Independência dos integrantes do CA (%)	39,3	42,9	3,6	0,72
Número de integrantes do CA	6,88	6,85	(0,03)	-0,07
Não acúmulo de cargos - CEO e Presidente CA (%)	80,4	85,0	4,6	0,44
q de Tobin	1,0	1,5	0,5	2,27**
Retorno sobre os ativos - ROA (%)	4,8	8,2	3,4	2,33**
Ativos totais (milhões de Reais)	3.933,7	2.259,4	(1.674,3)	-1,124
Ações em circulação no mercado (%)	71,3	79,5	8,2	1,78**

Fonte: Elaborado pelos autores. Significância estatística: ***(1%), **(5%) e *(10%).

Diversidade de idade. A hipótese de que a diversidade de idade dos conselheiros não tem impacto no resultado não foi rejeitada.

Diversidade na independência. A hipótese H0 de que a diversidade entre membros independentes e não independentes foi rejeitada ao nível de 5%, demonstrando que esse é um aspecto que tem impacto no desempenho de mercado da empresa, mas de forma negativa. Embora a literatura registre resultados contraditórios em relação à presença de independentes nos CA, nesse caso, a exemplo da diversidade nas áreas de educação, pode-se considerar a possibilidade de que a presença de conselheiros independentes, com conhecimentos deficientes sobre os negócios das empresas, esteja afetando o desempenho. Novamente, uma variável que medisse a capacidade dos membros do CA de entender as atividades da empresa estaria omitida. Outra possibilidade é de que a dispersão do capital das empresas – em média, 73,6% das ações das empresas da amostra estavam em circulação, como mostra o Quadro I – esteja levando ao entrincheiramento da

administração, aí compreendendo conselheiros independentes que atenderiam mais aos interesses próprios ou da alta diretoria do que os das empresas. Santos, Silveira e Barros (2009), por exemplo, identificaram a existência de redes sociais entre conselheiros de empresas diferentes (*board interlocking*) que afetaria negativamente o valor da firma.

Variáveis de controle. Das variáveis de controle, o tamanho do CA não apresentou significância estatística, ao nível de 5%. A observação feita por Yermach (1996) de que CAs maiores prejudicam o desempenho de mercado das empresas não parece se confirmar no caso brasileiro. O percentual de ações em circulação mostrou significância ao nível de 5%, apontando para um impacto positivo, embora pequeno, no resultado da empresa pelo aumento de ações em poder do mercado. Há também significância estatística, ao nível de 10%, para as variáveis *roa* (retorno sobre ativos) e *ativos_log* (*log* dos ativos totais), a primeira com coeficiente positivo, a segunda, negativo.

A variável referente ao acúmulo ou não, por uma mesma pessoa, dos cargos de presidente da empresa e de presidente do CA foi significativa ao nível de 5%, com um coeficiente de -0,011. A separação dos dois cargos teria efeito negativo sobre o desempenho de mercado da empresa, um resultado que contradiz as recomendações de boas práticas dos códigos de governança.

Nenhuma das variáveis *dummy* apresentou significância estatística – a hipótese de coeficientes iguais a zero não pode ser rejeitada para nenhuma delas – indicando que os anos de 2007 a 2009 não tiveram impacto no *q* de Tobin, resultado surpreendente considerando-se que foram os anos que giraram em torno da crise financeira que afetou profundamente o preço das ações.

5 CONCLUSÕES

Os resultados empíricos do estudo sobre as empresas brasileiras listadas em bolsa sem controle majoritário indicam que existe relação entre a diversidade na educação formal da composição do conselho de administração e o desempenho de mercado da empresa, embora nem sempre na mesma direção. Ela é positiva, quando se trata dos anos de escolaridade e é negativa quando a diversidade se refere às áreas da educação formal dos conselheiros. Já a diversidade na composição dos CAs, entre conselheiros independentes e não independentes, é significativa e tem impacto negativo no resultado da empresa. A presença de mulheres nos CA é pequena, mas aquelas empresas que tinham pelo menos um

integrante do sexo feminino no Conselho apresentaram um desempenho de mercado significativamente superior ao das que não tinham.

Os resultados têm implicações para o aperfeiçoamento da governança corporativa no Brasil. O surgimento de empresas sem controlador majoritário é geralmente associado à implantação do Novo Mercado. Não por acaso todas as empresas que apresentam essa condição fazem parte do segmento de listagem da BM&FBOVESPA. As regras do Novo Mercado têm a intenção declarada, por parte da bolsa, de exigir das empresas listadas o cumprimento de algumas práticas de governança corporativa consideradas pela bolsa como recomendáveis. Quando foram implantadas, em dezembro de 2000, as regras não contemplavam a possibilidade de que surgissem empresas sem controlador ou grupo de controle majoritário, estrutura societária inexistente no País até então. Também a legislação para sociedades por ações, consolidada na década de 70, foi toda concebida na suposição de que as empresas têm um controlador.

Reformas recentes do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009) foram numa direção contrária a alguns resultados apresentados neste artigo. O Código do IBGC passou a recomendar que os cargos de Presidente e Presidente do CA sejam ocupados por pessoas diferentes e a incentivar que os CAs sejam, crescentemente, formados por membros independentes. Dispositivos semelhantes foram propostos para o Novo Mercado da BM&FBOVESPA (VALOR ECONÔMICO, 2009), mas as empresas listadas no segmento usaram da prerrogativa dada pelo regulamento e vetaram as alterações. O veto foi retratado na imprensa como um retrocesso no caminho das boas práticas de governança. Os resultados deste estudo recomendam uma segunda reflexão.

A pesquisa apresentada neste artigo tem limitações. O tamanho da amostra é pequeno, embora abranja todas as empresas listadas, sem controle majoritário, existentes até então. A estimação de relações negativas entre as diversidades de conselheiros nas suas áreas de educação formal e na combinação de independentes e não independentes com o desempenho da empresa, medido pelo q de Tobin, pode ser indício de que o modelo utilizado estaria omitindo outras variáveis, sendo uma delas a que medisse a qualificação do conselheiro quanto ao seu grau de conhecimento sobre os negócios da empresa.

Recomenda-se que a pesquisa apresentada neste artigo tenha prosseguimento, pela atualização com a inclusão de dados mais recentes. Seria desejável também encontrar *proxies* para a possível variável omitida referida no parágrafo anterior.

REFERÊNCIAS

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

ARACRUZ CELULOSE S.A. **Fato Relevante**, 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=177605&funcao=visualizar&site=B>>.

ARARAT, M.; AKSU, M.; CETIN, A. T. Impact of board diversity on boards' monitoring intensity and firm performance: evidence from the Istanbul stock exchange. **Social Science Research Network**, working papers series, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1572283>>.

BAR, M.; NIESSEN-RUENZI, A.; RUENZI, S. The impact of work group diversity on performance: large sample evidence from the mutual fund industry. **Social Science Research Network**, working papers series, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1017803>>.

BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.

BECH, M.; JENKINSON, T.; MAYER, C. Corporate governance: an assessment. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 21, n. 2, p. 155-163, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract_id=343461>. Acesso em: 2 abr. 2010.

CARTER, D. et al. The diversity of corporate board committees and financial performance. **Social Science Research Network**, working papers series, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1106698>>.

CARTER, D. A.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G. Corporate governance, board diversity and firm value. **Oklahoma State University**, working paper, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=304499>>.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 73, n. 3, p. 70-74, 1994.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

ERHARDT, N. L.; WERBEL, J. D.; SHRADER, C. B. Board of directors diversity and firm financial performance. **Corporate Governance**, v. 11, n. 2, p. 102-111, 2003.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors on the returns of stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

- GLAESER, E. L.; SUNSTEIN, C. Extremism and social learning. **Natural Bureau of Economic Research**, working paper series, 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13687.pdf>>. Acesso em: 19 ago. 2009.
- GORGA, É. Toward dispersed ownership? evidence from brazil and consequences for emerging countries. **Social Science Research Network**, working papers series, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 17 dez. 2010.
- HAMBRICK, D. C.; MASON, P. A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. **The Academy of Management Review**, v. 9, n. 2, p. 193-206, 1984.
- HARRISON, D. A.; KLEIN, K. J. What's the difference? Diversity constructs as separation, variety or disparity in organizations. **Academy of Management Review**, Vol. 32, No. 4, p. 1199-1228, 2007.
- IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: 2009.
- _____. Novo mercado discute separação de cargos. **Valor Econômico**, jun. 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/BibliotecaDetalhes.aspx?CodAcervo=3160>>.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Jornal of financial Economics**, v. 3, n. 4, p.305-360, 1976.
- OGBU, J. U. Understanding cultura diversity and learning. **Educational Researcher**, v. 21, n. 8, p. 5-14, 1992.
- RENNER S.A. **Prospecto definitivo de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias**. [S.l.]: 2005.
- ROST, K.; OSTERLOH, M. You pay a fee for strong beliefs: homogeneity as a driver of corporate governance failure. **Social Science Research Network**, working papers series, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1304719>>.
- ROBINSON, G.; DECHANT, K. Building a business case for diversity. **Academy of Management Executive**, v. 11, n. 3, p. 21-31, 1987.
- SADIA S.A. Fato Relevante, 25 set. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=177562&funcao=visualizar&site=B>>.
- SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. D. M. D.; BARROS, L. A. B. D. C. Board interlocking in Brazil: director's participation in multiple companies and its effect on firm value. **Social Science Research Network**, working papers series, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1018796>>.
- SAPIENZA, P.; ZINGALES, L.; MAESTRIPIERI, D. Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone. **PNAS**, Vol. 106, No. 36, p. 15268-15273, set. 2009.
- SUNSTEIN, C. R. **Going to extremes**: how like minds unite and divide. Oxford: Oxford University Press, 2009.

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

ZINGALES, L. In search of new foundations. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 4, p. 1623-1653, 2000.