



Revista de Administração de Empresas

ISSN: 0034-7590

ISSN: 2178-938X

Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de S.Paulo

Nisiyama, Edelcio Koitiro; Nakamura, Wilson Toshiro
DIVERSIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A ESTRUTURA DE CAPITAL

Revista de Administração de Empresas, vol. 58,
núm. 6, 2018, Novembro-Dezembro, pp. 551-563

Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de S.Paulo

DOI: 10.1590/S0034-759020180604

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=155158114004>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em redalyc.org

redalyc.org
UAEM

Sistema de Informação Científica Redalyc

Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal

Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa
acesso aberto

ARTIGOS

Submetido 02.05.2017. Aprovado 01.12.2017

Este artigo é de coautoria de um membro do Corpo Editorial Científico da RAE e foi avaliado pelo processo de *double blind review* com imparcialidade e independência. Editor Científico: Paulo Lustosa

Versão original

DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020180604>

DIVERSIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A ESTRUTURA DE CAPITAL

Diversity of the board and capital structure

Diversidad del consejo de administración y la estructura de capital

RESUMO

A diversidade dos conselhos de administração tem sido tema recorrente de discussões tanto no meio acadêmico quanto no meio empresarial. O conceito de diversidade é entendido de maneira ampla, incluindo não apenas a variedade de gênero e etnia, mas também a diversidade em relação aos aspectos culturais, sociais e profissionais. O objetivo desta pesquisa é contribuir para o entendimento da influência do conselho de administração nas políticas corporativas a partir da análise dos impactos da diversidade do conselho nas decisões de política financeira das empresas. Os resultados desta pesquisa sugerem que essa diversidade propicia melhor monitoramento por parte do conselho em relação aos administradores e está relacionada positivamente com o endividamento da empresa, em linha com os efeitos da redução do entrincheiramento gerencial por meio de maior monitoramento.

PALAVRAS-CHAVE | Diversidade do conselho, conselho de administração, estrutura de capital, endividamento, entrincheiramento gerencial.

ABSTRACT

Board diversity has been the recurring theme for discussions both in the academic and corporate environments. The concept of diversity is broad and encompasses not only gender and ethnic variety, but also the diversity of cultural, social, and professional aspects. This research aims to contribute to the understanding of the influence of company boards on corporate policies, by analyzing the effects of board diversity on firms' financial/capital structure decisions. The results suggest that board diversity improves monitoring effectiveness and is positively related with firm leverage, in line with the effects of reduction of managerial entrenchment by means of stronger monitoring.

KEYWORDS | *Board diversity, board of directors, capital structure, leverage, managerial entrenchment*

EDELIO KOITIRO NISIYAMA¹

edelciokn@insper.edu.br

ORCID: 0000-0002-6335-6085

WILSON TOSHIRO NAKAMURA²

wtnakamura@uol.com.br

ORCID: 0000-0002-4697-5685

¹Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP, Brasil

²Universidade Presbiteriana Mackenzie, Pós-Graduação em Administração de Empresas, São Paulo, SP, Brasil

RESUMEN

La diversidad de los consejos de administración ha sido un tema frecuente de discusiones tanto en el medio académico como en el empresarial. El concepto de diversidad es entendido con bastante amplitud, incluyendo no solamente la variedad de género y etnia, sino también la diversidad en relación a los aspectos culturales, sociales y profesionales. Esta investigación tiene por objetivo contribuir a la comprensión de la influencia que tiene la diversidad del consejo de administración en las políticas corporativas, a partir del análisis de los impactos producidos por dicha diversidad, en las decisiones de la política financiera de las empresas. Los resultados de esta investigación sugieren que esa diversidad propicia un mejor control de los administradores por parte del consejo y está relacionada positivamente con el endeudamiento de la empresa, en línea con los efectos de la reducción del llamado atrincheramiento gerencial, por medio del mayor monitoreo.

PALABRAS CLAVE | *Diversidad del consejo, consejo de administración, estructura de capital, endeudamiento, atrincheramiento gerencial.*

INTRODUÇÃO

A governança corporativa tem sido um tema recorrente nas discussões econômico-financeiras há algum tempo, notadamente após os diversos escândalos no início deste século. Ora se discutem os efeitos da crise econômica global, ora os de crises específicas de determinado país, ora se discutem aspectos específicos do mundo corporativo. No Brasil, a corrupção nas corporações, fraudes e má conduta nas empresas e decisões questionáveis de conselhos de administração, por exemplo, têm sido assuntos abordados constantemente nas mídias.

O conselho de administração (CA) é um instrumento central de governança e é a principal fonte para o monitoramento da administração, com maior flexibilidade do que os controles externos para ajustar o comportamento da administração. Os conselhos têm sido o foco dos esforços para melhorar a governança corporativa (Stiles & Taylor, 2001), especialmente em mercados em que o monitoramento externo é deficiente (Ararat, Aksu, & Cetin, 2015; Dahya, Dimitrov, & McConnell, 2008).

Por consequência, aumenta também a expectativa em relação à atuação dos conselheiros e sua influência nas decisões corporativas. Nesse sentido, o perfil do conselheiro entra na pauta das discussões. Deve ser um conselheiro profissional ou um conselheiro com conexões políticas? Qual a experiência desejável? Um conselheiro que tenha presidido uma empresa do mesmo setor de atuação ou um conselheiro que tenha atuado no setor financeiro? A idade do conselheiro é relevante? E a diversidade de gênero influencia as decisões? As características do conselho, tanto do ponto de vista ocupacional quanto do ponto de vista social, são aspectos que podem ter influência decisiva na atuação do conselho, tanto no monitoramento da diretoria executiva quanto no aconselhamento estratégico dos negócios da empresa. Assim, entender os impactos da diversidade do conselho, em seu sentido mais amplo, contemplando não apenas a diversidade de gênero, mas também a diversidade estrutural do conselho, a diversidade social e a diversidade ocupacional do conselho, torna-se fator relevante nos estudos de decisões corporativas.

Entre as políticas corporativas, a política de financiamento das empresas tem sua importância ressaltada em momentos de crise ou de avaliação de riscos. Segundo os ministros de Finanças e presidentes de bancos centrais das maiores economias do mundo, reunidos no G-20, o excesso de endividamento externo de empresas representa um dos novos riscos financeiros (Moreira, 2015) que precisam ser mitigados. Além desses aspectos macroeconômicos, naturalmente há os aspectos específicos dos riscos empresariais. O CA está no centro desse processo,

pois as decisões sobre a política de financiamento das empresas costumam ter alçadas de aprovação que chegam ao CA das empresas.

No visão da Teoria da Agência, o endividamento atua como um instrumento de disciplina em relação aos executivos da empresa. Como explica Jensen (1986), o endividamento reduz os conflitos de agência pela redução do fluxo de caixa disponível para uso discricionário dos executivos. Assim, as decisões do conselho em relação à política de financiamento podem afetar a função de monitoramento em relação à diretoria executiva da companhia. Güner, Malmendier e Tate (2008), por sua vez, argumentam que a composição e expertise do conselho podem influenciar a política de investimentos e financiamentos da companhia. Por outro lado, Anderson, Reeb, Upadhyay e Zhao (2011) questionam se a heterogeneidade do conselho melhora a eficácia do conselho. Muitos pesquisadores, entretanto, que estudaram grupos diversificados mostraram que “o processo de tomada de decisão melhora com a diversidade” (Hillman, 2015, p. 104).

Com todas as crises e os desempenhos desastrosos de grandes companhias, o papel do CA tem ganhado notoriedade e tende a influenciar mais ainda as análises dos investidores. Nesse sentido, “entender o CA é vital, tanto para o entendimento do comportamento corporativo como em relação à definição de políticas que governam as atividades corporativas” (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010).

Os atributos dos conselhos e suas influências nas decisões corporativas têm sido pesquisados com resultados difusos e inconclusivos, motivando a continuidade das pesquisas, notadamente em relação à influência da diversidade de composição do CA nas políticas corporativas. Como salienta Hillman (2015), há muito mais questões não respondidas do que respostas em relação aos benefícios da diversidade do conselho. Do ponto de vista corporativo, as pesquisas sobre as relações da diversidade do CA podem ajudar as organizações nas decisões de melhoria dos processos de governança corporativa, principalmente em um ambiente de país emergente com concentração acionária e governança corporativa em desenvolvimento.

Diante do exposto, acreditamos ser oportuno abordar empiricamente o seguinte problema de pesquisa: Dado o efeito de maior monitoramento e de aconselhamento, a maior diversidade do conselho, considerando diferentes critérios, tem influência relevante na forma como as empresas determinam sua estrutura de capital?

Dessa forma, o objetivo principal desta pesquisa foi determinar a influência da diversidade do conselho nas decisões de

estrutura de capital das empresas, e a hipótese básica de pesquisa testada foi: “Há um relacionamento positivo entre a diversidade geral do conselho e o nível de endividamento da empresa”.

Os resultados das análises de regressão indicam que há uma relação positiva e significante entre o Índice de Diversidade Geral e os Índices de Endividamento. Esses resultados parecem indicar que a pressão do monitoramento realmente tem influência na relação entre a diversidade do CA e o endividamento. Berger, Ofek e Yermack (1997) explicam que o monitoramento mais forte por parte do CA em relação aos executivos da empresa tem o efeito de reduzir o seu entrincheiramento, afetando positivamente o nível de alavancagem.

Na linha teórica da Dependência de Recursos, Hillman e Dalziel (2003) também sugerem que a diversidade por meio da *expertise*, experiência, relacionamento e legitimização produz melhoria no monitoramento por parte do CA. Assim, tanto pela perspectiva da Teoria da Agência quanto da Dependência de Recursos, pode-se interpretar os resultados desta pesquisa como uma evidência de que a diversidade influencia o endividamento positivamente por meio de melhoria no processo de monitoramento.

Este artigo foi organizado com a apresentação de uma breve revisão do referencial teórico na próxima seção, e, na sequência, os procedimentos metodológicos, os resultados da pesquisa e as considerações finais.

REFERENCIAL TEÓRICO

Os CAs representam uma parte crucial da estrutura das organizações. Eles são a ligação entre os acionistas que fornecem o capital e os executivos que usam o capital para criar valor (Monks & Minow, 2011). Os conselheiros são, assim, os representantes dos acionistas para supervisionar a administração em seu nome, cuidando dos ativos da empresa e promovendo o crescimento sustentável de longo prazo. Para Fama e Jensen (1983), é o CA que “ratifica e monitora as decisões importantes e escolhe, dispensa e recompensa as importantes decisões dos gerentes” (p. 323).

As atividades do CA são classificadas em duas funções principais: monitoramento e aconselhamento (Adams & Ferreira, 2007; Coles, Daniel, & Naveen, 2008; Hillman, Nicholson, & Shropshire, 2008; Lehn, Patro, & Zhao, 2009; Linck, Netter, & Yang, 2008; Raheja, 2005). Conforme as perspectivas da Teoria da Agência, o monitoramento pressupõe as atividades de controle, em nome dos acionistas, das ações e dos resultados obtidos pela diretoria executiva comandada pelo CEO. O aconselhamento envolve

principalmente as decisões de cunho estratégico das operações da empresa, incluindo a política de investimentos e financiamentos. Para os defensores da teoria da Dependência de Recursos, essa atividade está relacionada com o provimento de recursos na forma de conselhos, pareceres ou relacionamentos (Adam & Ferreira, 2007).

Teoria da Agência e Teoria da Dependência de Recursos

A Teoria da Agência continua sendo o principal paradigma na literatura de Finanças quando se analisa o processo de tomada de decisões gerenciais e os relacionamentos dos executivos com a empresa (Baker & Anderson, 2010). A adequação do modelo da Teoria da Agência foca o relacionamento entre o principal (acionistas) e o agente (gerentes) e suas prioridades de interesse.

Na perspectiva da Agência, o propósito da corporação é criar riqueza para seus proprietários, e a partilha dessa riqueza com os gerentes só se justifica se estes criarem substancialmente mais riqueza do que eles recebem (Nordberg, 2010). Nesse contexto, as corporações precisam de CAs fortes, que ajam como controladores da diretoria executiva. Os CAs devem desempenhar a função crítica de monitorar e recompensar os executivos do primeiro escalão para assegurar a maximização da riqueza dos acionistas. Em essência, o CA é considerado um mecanismo fundamental de controle corporativo (Zahra & Pearce, 1989).

Na visão da Teoria da Dependência de Recursos, o CA tem papel fundamental como provedor de recursos. Hillman e Dalziel (2003) esclarecem que esses recursos podem ser na forma de legitimidade, conselhos e pareceres, e relacionamentos com outras organizações. Eles se referem ao capital do CA, que consiste tanto de capital humano (experiência, conhecimento específico, reputação) quanto de capital relacional (rede de relacionamento com outras empresas e contingências externas). Os pesquisadores da Teoria da Dependência de Recursos enfatizam a contribuição de conselheiros externos como elo da organização com o seu ambiente, fornecendo acesso a recursos necessários para a empresa (Daily, Dalton, & Cannella, 2003; Zahra & Pearce, 1989).

Assim, em síntese, na perspectiva de agência, os CAs devem exercer a função crítica de monitorar a diretoria executiva e, na perspectiva da Teoria de Dependência de Recursos, os CAs devem prover recursos por meio de seu capital humano e relacional. A diversidade do CA, em sua forma mais ampla, abrangendo não somente a diversidade racial e de gênero, mas também a sua diversidade estrutural, demográfica e ocupacional, pode contribuir para um processo decisório mais completo. Bear, Rahman e Post (2010) ressaltam que essa diversidade pode

prover experiências e conhecimentos para um monitoramento eficaz da gestão da empresa por parte do CA. Hillman e Dalziel (2003) também sugerem que a diversidade por meio da *expertise*, experiência, relacionamento e legitimação produz melhoria no monitoramento por parte do CA.

Governança corporativa, conselhos e estrutura de capital

Morelec, Nikolov e Schürhoff (2012) mostram que os custos de agência variam significativamente entre as empresas e correlacionam-se com as *proxies* comumente utilizadas para Governança Corporativa (GC). As variáveis associadas com maior monitoramento, como a independência do CA, têm um efeito negativo nas estimativas de conflitos de agência.

No Brasil, os resultados obtidos por Silveira, Perobelli e Barros (2008) indicam resultados opostos a essas pesquisas. Os autores estudam o relacionamento entre a qualidade da GC e a estrutura de capital das empresas por meio de equações simultâneas, supondo uma possível causalidade bidirecional. A qualidade de GC seria um determinante da estrutura de capital e, ao mesmo tempo, a estrutura de capital seria um determinante da qualidade de GC. Os resultados quanto à influência da estrutura de capital sobre a GC não são conclusivos, mas os resultados sugerem que a alavancagem das empresas é significativamente influenciada pelas práticas de governança. Os autores explicam que a relação positiva entre a qualidade de GC e o grau de endividamento, diferentemente de pesquisas internacionais, pode ser induzida pelo mercado com baixa proteção dos acionistas minoritários. É importante ressaltar que os resultados das análises econômicas revelam que a dimensão do Índice de Governança, relativa à estrutura de propriedade e conselho, parece influenciar positivamente o nível de endividamento das empresas (Silveira et al., 2008).

Partindo da premissa de que a estrutura de capital é um dos mecanismos de mitigação dos custos de agência, conforme defendido por Jensen (1986), os resultados das pesquisas de Harford, Li e Zhao (2008) indicam que CAs fortes estão positivamente associados com alavancagem e negativamente associados com o uso de dívidas de longo prazo. Ressalte-se que o maior poder do CA é representado pela não dualidade de função do CEO e pela presença de *blockholders* (acionistas com participação superior a 5%) no CA.

Utilizando um painel de mais de 2.400 empresas de 33 países, Alves, Couto e Francisco (2015) apresentam evidências de que as empresas com CA mais independente utilizam mais

financiamento externo do que financiamento interno (lucros acumulados), mais endividamento de longo prazo do que de curto prazo e mais financiamento via capital do que via endividamento.

De acordo com Berger, Kick e Scheck (2014), a redução da idade média do conselho aumenta o risco da carteira dos bancos. O aumento de mulheres também provoca aumento de risco, mas esse efeito é apenas marginal, tanto econômica como estatisticamente. Os autores concluem também que a presença de conselheiros com PhD está associada à redução de risco — embora seja pequena, a redução é estatisticamente significante.

No Brasil, os resultados das pesquisas de Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007) foram inconclusivos em relação à composição do CA e eventuais influências nos níveis de endividamento. Porém, nos casos em que não há dualidade do CEO, ou seja, quando o presidente do CA é externo à companhia, as empresas apresentam menor índice de endividamento de curto prazo. Uma possível interpretação, nesse caso, é a de que o CEO prefere evitar o risco do endividamento em função da possível atuação mais forte do CA. Do lado oposto, esse estudo mostra que eventuais incentivos aos executivos por meio de participação nos lucros podem propiciar um maior endividamento da empresa. Esse resultado está em linha com Berger et al. (1997), que mostraram um endividamento menor quando o CEO tem um plano deficiente de incentivos em seu pacote de compensação.

Silva, Santos e Almeida (2011) indicam que as empresas com melhores práticas de governança em relação ao CA tendem a usar mais dívidas de curto prazo e menos dívidas de longo prazo. Os autores oferecem duas possíveis interpretações: a) as dívidas de curto prazo são potencialmente mecanismos disciplinadores em relação à atuação dos gestores, e b) aversão ao risco dos controladores, já que, no Brasil, há grande concentração de propriedade.

Diversidade do conselho e estrutura de capital

A diversidade racial e a de gênero têm sido amplamente pesquisadas no meio acadêmico, e ainda continuam sendo pauta de discussões também no meio corporativo. Notadamente, a participação de mulheres em posições da alta administração e nos CAs tem sido ponto de questionamento e discussão.

A diversidade ou heterogeneidade do CA, entretanto, não se resume apenas à presença feminina. Como explica Hillman (2015), os benefícios da diversidade podem vir da etnia, nacionalidade, ocupação e outros tipos de diversidade. Em relação à composição do conselho, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, em seu Código de Melhores Práticas, recomenda que “o conselho de

administração deve ser composto tendo em vista a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero” ([IBGC, 2015, p.42](#)).

De maneira mais ampla, a diversidade pode ser classificada em diversidade demográfica, compreendendo diversidade social e diversidade ocupacional, e diversidade estatutária ou estrutural ([Adams, Haan, Terjesen, & Ees, 2015](#); [Anderson et al., 2011](#); [Ben-Amar, Francoeur, Hafsi, & Labelle, 2013](#)). A diversidade estrutural está relacionada com a independência do CA e a não dualidade do CEO; a diversidade social contempla as diferenças de gênero, idade, raça ou nacionalidade; e a diversidade ocupacional refere-se à formação educacional e experiência profissional.

O entendimento geral é de que os conselheiros independentes, ou seja, aqueles sem vínculos familiares, de negócio, ou qualquer outro tipo de relacionamento com controladores ou executivos, representam diversidade na estrutura do CA. Da mesma forma, a não dualidade do CEO, ou seja, o presidente do CA e o CEO serem pessoas diferentes, potencialmente representa diversidade na composição do CA.

De maneira intuitiva, acredita-se que a diversidade em termos de características demográficas e sociais pode contribuir para um processo decisório mais completo, já que diferentes experiências podem permitir uma análise mais detalhada. A diversidade de gênero continua sendo um dos temas relevantes nas discussões sobre a governança das empresas, tanto nas pesquisas acadêmicas quanto no meio corporativo. [Gupta, Lam, Sami e Zhou \(2014\)](#), por exemplo, encontram evidências de que a diversidade racial e de gênero do CA melhora o desempenho social, ambiental e de governança da empresa. Em suas pesquisas na Dinamarca, [Rose \(2005\)](#) explica que os CAs mais jovens são mais inovadores e mais eficientes no processo de monitoramento do que os CAs mais velhos. A diversidade ocupacional do CA com conselheiros de formação e experiência diversificada pode trazer perspectivas e habilidades diferentes e complementares que agregam valor às discussões e deliberações do CA ([Anderson et al., 2011](#)).

As pesquisas envolvendo as relações da diversidade estatutária (considerando a independência do CA e dualidade do CEO isoladamente) com a estrutura de capital são escassas e difusas. Em relação à diversidade demográfica (diversidade social e ocupacional), apesar de diversos trabalhos tratando de características específicas de diversidade, as pesquisas não evidenciam os efeitos diretos sobre as decisões referentes à estrutura de capital. Além de efeitos indiretos, como nos estudos de [Berger et al. \(2014\)](#), muitas pesquisas envolvendo a diversidade demográfica destacam a relevância e os impactos da função de monitoramento do CA, como nas pesquisas de [Ararat et al. \(2010\)](#), [Rose \(2005\)](#) e [Adams e Ferreira \(2009\)](#).

A intensidade de monitoramento por parte do CA está diretamente associada aos efeitos do entrincheiramento gerencial. [Berger et al. \(1997\)](#) definem o entrincheiramento como a situação em que “os executivos não estão submetidos aos mecanismos de controle de GC, incluindo o monitoramento pelo CA, a ameaça de demissão ou aquisição, e incentivos de desempenho baseados em remuneração ou ações” (p. 1436). Em linha com as teorias de [Jensen \(1986\)](#), esses pesquisadores apresentam evidências de que os executivos entrincheirados, ou seja, aqueles que não enfrentam um forte monitoramento, procuram evitar o endividamento. Isso representa uma associação positiva entre o monitoramento e o endividamento. Como explica [Jensen \(1986\)](#), sem a pressão de uma força disciplinadora, os executivos tendem a emitir menos dívida. [Berger et al. \(1997\)](#) destacam que os executivos usam a alavancagem como um instrumento de defesa visando a aumentar o valor da empresa por meio de uma estrutura de capital mais favorável. Eles ressaltam que os executivos que sentem ameaças à sua segurança aumentam o endividamento como uma ação de melhoria de valor. As ações de monitoramento representam ameaças que podem reduzir o entrincheiramento dos executivos. Nesse contexto, os executivos aumentam o endividamento em resposta a ações que reduzem o seu entrincheiramento.

Pela linha teórica da Dependência de Recursos, argumenta-se também que a provimento de recursos na forma de capital do CA, contemplando o aconselhamento e consultoria por meio da *expertise*, experiência, relacionamento e legitimação, também melhora o monitoramento ([Hillman & Dalziel, 2003](#)). Assim, reforça-se a hipótese de que a diversidade está positivamente associada ao endividamento.

METODOLOGIA DE PESQUISA

Com base nas empresas abertas listadas na B3, a amostra abrange o período de cinco anos, de 2010 a 2014, contemplando as 100 empresas com maior volume negociado nos anos de 2013 e 2014, excluindo-se as empresas do setor financeiro. As informações contábeis foram extraídas da base da Económatica. As informações referentes ao CA foram obtidas por meio de consulta aos Formulários de Referência (FRE) disponíveis na base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para esta pesquisa, adotou-se como base o último FRE de cada ano, de modo que os dados extraídos correspondem à posição vigente no encerramento de cada exercício.

As informações sobre a composição, características e experiência do CA e da Diretoria Estatutária da empresa são apresentadas no capítulo 12 do FRE. Apesar de alguma padronização,

o detalhamento das informações disponibilizadas pelas empresas é bastante variável. Em função das especificidades requisitadas para esta pesquisa, os dados foram coletados manualmente, exigindo, em alguns casos, identificação e interpretação das informações reportadas. Eventuais dados faltantes foram completados acessando-se outras fontes de informações por meio dos bancos de dados da Bloomberg, 4-Traders e Reuters, além de dados divulgados pelas próprias empresas. Nesse processo, os dados de fontes múltiplas foram comparados para assegurar consistência e melhor acurácia possível.

Nossa pesquisa caracteriza-se por ser de natureza quantitativa, com o uso de dados secundários e de caráter explicativo, buscando, por meio da aplicação de métodos econômétricos, obter evidências passíveis de serem generalizadas.

Modelos de regressão com dados em painel

De modo geral, as três abordagens mais comuns para os modelos de regressão com dados em painel (Fávero, Belfiore, Silva, & Chan, 2009) são: a) MQO Agrupado (*Pooled OLS*); b) Painel com Efeitos Fixos e c) Painel com Efeitos Aleatórios. O Modelo MQO Agrupado utiliza os dados do painel sem considerar a natureza de corte transversal e de séries temporais — todos os dados são basicamente empilhados. No Modelo de Efeitos Fixos, considera-se a heterogeneidade entre indivíduos, permitindo que cada um tenha seu próprio intercepto. No Modelo de Efeitos Aleatórios, ao contrário do Modelo de Efeitos Fixos, assume-se que a variação entre os indivíduos é aleatória. De acordo com os ensinamentos de Wooldridge (2013), “o estimador de efeitos aleatórios é adequado quando se acredita que o efeito não-observado é não correlacionado com todas as variáveis explicativas” (p. 465).

Adams et al. (2010) reconhecem que os estudos empíricos sobre conselhos são difíceis, já que quase todas as variáveis de interesse são endógenas. A simultaneidade (determinação simultânea de diversas variáveis) e/ou o efeito *feedback* (retroalimentação da variável de resposta para os regressores), bastante comuns em pesquisas na área de Finanças Corporativas, ferem a suposição de exogeneidade estrita. O uso de variáveis instrumentais é a solução indicada para esse problema de endogeneidade.

Barros, Castro, Silveira e Bergmann (2010) afirmam que os métodos acima descritos permitem o uso de instrumentos apenas sequencialmente exógenos, baseados, por exemplo, em defasagens dos próprios regressores originais.

Fama e French (2002) e Silveira et al. (2008) são exemplos de pesquisas que optaram pela utilização de variáveis

independentes defasadas para mitigar potenciais problemas de endogeneidade decorrentes de eventual determinação simultânea com as variáveis dependentes. Mais recentemente, entre as pesquisas que também utilizaram variáveis independentes defasadas, encontram-se: Jiraporn, Kim, Kim e Kitsabunnarat (2012) e Minton, Taillard e Williamson (2014).

Modelo econômétrico

O modelo geral parte da premissa da relação do endividamento com a diversidade do conselho, ou seja, $\text{Endiv} = f(\text{Diversidade do CA}, \text{Variáveis de Controle})$.

Tendo em vista os dados em painel, o modelo econômétrico testado considera a seguinte equação:

$$\text{Endiv}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DivG}_{it-1} + \beta_2 \text{VC}_{it} + a_i + w_{it} \quad (1)$$

onde:

- i e t representam a empresa e o ano, respectivamente.
- Endiv_{it} : o índice de endividamento.
- VC_{it} : variáveis de controle. Apesar dos subscritos i e t , eles não precisam variar entre as empresas e intertemporalmemente. As variáveis de controle podem incluir as *dummies* (variáveis binárias).
- a_i : representa a heterogeneidade não observada, componente específico das empresas que não variam com o tempo e podem influenciar o endividamento das empresas
- w_{it} : componente de erro não sistemático da i -ésima empresa no t -ésimo ano.

Ressalte-se que o modelo econômétrico adotado considera a principal variável de interesse como regressor defasado (DivG_{it-1}) com o objetivo de mitigar problemas de endogeneidade que possam decorrer da simultaneidade das variáveis. Por outro lado, as variáveis de controle foram consideradas como regressores contemporâneos seguindo os principais estudos envolvendo os determinantes de estrutura de capital.

Operacionalização das variáveis

O principal foco desta pesquisa está nas associações da diversidade do CA com as decisões de estrutura de capital das empresas. Para investigar esse relacionamento, utilizaram-se as

diversas categorias consideradas na caracterização da diversidade estrutural, diversidade social e diversidade ocupacional.

A maioria das pesquisas sobre a diversidade utiliza *proxies* de diferentes características e dimensões específicas do CA – por exemplo, a diversidade de gênero é captada pela participação percentual de mulheres no CA. Algumas pesquisas mais amplas utilizam índices de diversidade construídos a partir de diferentes atributos. Anderson et al. (2011), por exemplo, criaram um índice de heterogeneidade do CA a partir de seis categorias relacionadas aos conselheiros: idade, gênero, etnicidade, educação, experiência profissional e experiência de CA. A medida de heterogeneidade de cada atributo foi caracterizada por meio de um *ranking* em relação ao total da amostra. Ararat et al. (2010) operacionalizaram seu índice de diversidade calculando o índice de Blau para as seguintes medidas: porcentagem de estrangeiros,

porcentagem de mulheres, porcentagem de conselheiros independentes, desvio padrão das dispersões de idades de cada CA, e o desvio padrão da quantidade de anos de escolaridade. Kim (2014) também utilizou o índice de Blau para caracterizar a heterogeneidade educacional e a heterogeneidade funcional. Ressalte-se, entretanto, que as conclusões desta pesquisa estão vinculadas às escolhas e definições dos índices adotados.

O Quadro 1 resume essas categorias de diversidade mostrando os respectivos indicadores, assim como as referências utilizadas para as suas definições. O índice de diversidade geral (DivG) de cada CA, em cada ano, é um índice agregado das pontuações obtidas pelo CA em cada uma das categorias. Para cada categoria, os indicadores de todos os conselhos foram distribuídos em quartis e foi atribuída uma pontuação em uma escala relativa de 1 a 4.

Quadro 1. Índice de diversidade – Categorias e indicadores

Diversidade	Categoria	Indicador	Referências
Estrutural	Independência do CA	Percentual de conselheiros independentes	Ararat et al. (2010) ¹ , Ben-Amar et al. (2013), Fraga e Silva (2012), ⁶ Mendes-da-Silva et al. (2007)
Estrutural	Dualidade do CEO	<i>Dummy</i> , 0 se CEO é também o presidente do CA	Ben-Amar et al. (2013), Harford et al. (2008), Mendes-da-Silva et al. (2007)
Social	Idade	Coeficiente de variação da idade dos conselheiros	Ali, Ng, & Kulik (2014), Anderson et al. (2011), Ararat et al. (2010) ¹ , Fraga e Silva (2012) ⁷
Social	Gênero	Percentual de mulheres no CA	Ali et al. (2014) ¹ , Anderson et al. (2011), Ben-Amar et al. (2013), Ararat et al. (2010), ¹ Fraga e Silva (2012),
Social	Nacionalidade	Percentual de estrangeiros no CA	Anderson et al. (2011) ⁴ , Ararat et al. (2010) ¹ , Ben-Amar et al. (2013),
Ocupacional	Educação: área de formação	Índice de Blau considerando área de formação na graduação	Anderson et al. (2011), Kim (2014), Fraga e Silva (2012) ⁸
Ocupacional	Educação: grau de escolaridade	Índice de Blau considerando nível de educação (até doutorado)	Anderson et al. (2011), ² Ararat et al. (2010)
Ocupacional	Profissional: CEO	Percentual de membros que exercem ou exerceram a função de CEO	Anderson et al. (2011) ³
Ocupacional	Profissional: experiência funcional	Número de diferentes áreas de <i>expertise</i> representado pelos membros do CA	Anderson et al. (2011), ⁴ Kim (2014) ⁵
Ocupacional	Experiência em CA	Coeficiente de variação do número de assentos de CAs além da empresa em questão	Anderson et al. (2011)

⁽¹⁾utiliza índice de Blau

⁽²⁾utiliza índice de Herfindahl

⁽³⁾considera apenas aqueles que exercem simultaneamente a função de CEO

⁽⁴⁾define *expertise* como experiência em direito, consultoria, contabilidade e banco de investimentos (ou *venture capital*)

⁽⁵⁾utiliza índice de Blau considerando a experiência funcional em funções de saída (*marketing* e vendas), funções de produção (operações, R&D e engenharia) e funções periféricas (direito, finanças e contabilidade)

⁽⁶⁾considera como variável dicotômica

⁽⁷⁾considera diversidade como o número de categorias com base em cinco intervalos de idades

⁽⁸⁾considera diversidade como a quantidade de diferentes áreas de educação formal (máximo = quantidade de conselheiros)

Endividamento

Entre as várias formas de mensuração do endividamento das empresas, os indicadores utilizados nesta pesquisa estão resumidos no Quadro 2.

Quadro 2. Variável endividamento

Variável	Sigla	Definição operacional
Endividamento contábil total	Endiv1	$100 * (\text{Passivo circulante} + \text{passivo não circulante}) / \text{ativo total}$
Endividamento financeiro a valor contábil	Endiv2	$100 * \text{Dívidas financeiras} / (\text{dívidas financeiras} + \text{patrimônio líquido})$
Endividamento financeiro a valor de mercado	Endiv3	$100 * \text{Dívidas financeiras} / (\text{dívidas financeiras} + \text{valor de mercado})$
Índice dívida líquida/EBITDA	Endiv4	$(\text{Dívidas financeiras líquidas}) / \text{EBITDA}$

Para o índice Dívida Líquida/EBITDA, adotou-se o seguinte critério: a) excluiu-se o índice da base de dados, se o EBITDA é negativo, e b) o índice é zero, se a dívida líquida é negativa (disponibilidades são superiores às dívidas), ou seja, não há dívida.

Além das variáveis explicativas acima, em alguns modelos analisados, foram utilizadas também variáveis *dummies* para cada ano da amostra com o objetivo de isolar quaisquer efeitos macroeconômicos que tenham afetado as empresas no período analisado. A variável Contr é uma variável *dummy*, indicando se a empresa tem controle majoritário e/ou acordo de acionistas ao invés de controle minoritário ou disperso.

Variáveis de controle

Tendo como base os principais determinantes da estrutura de capital das empresas, as variáveis de controle e as *proxies* utilizadas nesta pesquisa são:

- Oportunidades de crescimento (MTB = *Market-to-book* = valor de mercado do PL/valor contábil do PL).
- Tangibilidade (ativo imobilizado/ativo total).
- Rentabilidade (EBITDA/ativo total).
- Tamanho da empresa ($\ln(\text{ativo total})$).
- Economia fiscal ((depreciação + amortização)/ativo total).
- Liquidez corrente (ativo circulante/passivo circulante).
- Crescimento das vendas ((vendas no período 1 - vendas no período 0)/vendas no período 0).

RESULTADOS

Com base no levantamento realizado na amostra de pesquisa, o CA tem as seguintes características médias:

- 8,2 conselheiros em cada CA têm idade média de 56,8 anos;
- sendo que, em 84,1% dos CAs, o presidente do CA não é o CEO da empresa;
- 31,1% dos conselheiros são considerados independentes;
- 9,7% são membros internos, 5,7% são mulheres e 9,1% são estrangeiros.

A Tabela 1 contém um resumo da estatística descritiva das variáveis analisadas nesta pesquisa. Observamos que os dados desta tabela estão de acordo com os padrões esperados para as variáveis em questão.

Tabela 1. Estatística descritiva das variáveis envolvidas

Variáveis	Obs.	Média	Desvio padrão	Mediana	Mín.	Máx.
Endiv1	495	54,885	17,465	54,610	8,470	103,340
Endiv2	495	40,749	21,752	41,250	0,000	109,070
Endiv3	493	31,059	21,928	28,220	0,000	93,890
Endiv4	463	2,244	4,681	1,540	0,000	74,370
DivG	495	22,689	3,290	23,000	12,000	31,000
DivE	495	3,196	1,266	3,000	1,000	5,000
DivS	495	7,594	1,629	8,000	5,000	12,000
DivO	495	11,899	2,545	12,000	5,000	18,000
MTB	493	1,712	1,172	1,280	0,340	8,740
Tang	495	0,236	0,216	0,201	0,000	0,899
Rentb	495	0,118	0,119	0,114	-1,429	0,554
Tam	495	15,870	1,323	15,790	12,499	20,492
Depr	495	0,029	0,021	0,028	0,000	0,166
Lcor	495	1,919	1,194	1,677	0,251	12,252
Cresc	492	0,448	4,960	0,130	-0,729	109,771

Análises de regressão

O procedimento básico foi de identificar a melhor abordagem entre MQO Agrupado, Painel com Efeitos Fixos ou Painel com Efeitos Aleatórios por meio dos três testes disponíveis no Stata, a saber: o Teste de Chow, o Teste LM de Breusch-Pagan e o Teste de Hausman. No Teste de Chow, a rejeição da hipótese nula indica que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado. A escolha no Teste LM de Breusch-Pagan é entre MQO Agrupado e Efeitos Aleatórios, e a rejeição de H nula significa que o modelo de Efeitos Aleatórios é o mais adequado. Finalmente, a rejeição de H nula do Teste de Hausman direciona a escolha para o modelo de Efeitos Fixos. Nas regressões com erros padrão robustos, os modelos escolhidos foram confirmados pelo teste de Schaffer e Stillman com a estatística χ^2 de Sargan-Hansen.

Os testes de heterocedasticidade de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg dos modelos avaliados apontaram problemas de heterocedasticidade em alguns dos modelos de Regressão, assim como o teste de Wald para regressões de Efeitos Fixos. Dessa forma, adotaram-se como base os erros padrão robustos em todas as análises.

A Tabela 2 mostra os resultados do modelo da Equação 1. Exceto no caso do endividamento representado pelo índice dívida líquida (DL)/EBITDA, o Painel de Efeitos Fixos foi o modelo apropriado. A Tabela 2 mostra um resumo com o modelo incluindo a variável Contr e sem as *dummies* de setor e ano para cada um dos índices de endividamento. Nota-se que o efeito do índice de diversidade geral nos quatro índices de endividamento é positivo e significante, indicando que o aumento de diversidade do CA está associado ao aumento de endividamento das empresas.

Tabela 2. Resultados para o Modelo da Equação 1

Variável	Endividamento contábil total	Endividamento financeiro a valor contábil	Endividamento financeiro a valor de mercado	Índice dívida líquida/EBITDA
DivG	0,3821**	0,4216**	0,9070***	0,1372**
MTB	-0,0735	-1,3236	-6,0516***	0,4946
Tang	5,7381	5,1198	1,0918	0,9067
Rentb	-8,5379*	-15,2878**	-25,6667***	-29,8215***
Tam	5,3645*	8,9167**	8,0525**	0,2342
Depr	13,4244	56,8101	163,7272	-20,3321*
Lcor	-1,1587***	-0,5756	-1,1258*	-0,2692***
Cresc	0,2569***	0,0912	0,0901	-0,9391
Contr	0,8244	1,5006	7,1416	0,3192
_cons	-37,8494	-108,9287*	-111,5693*	-0,4176
Dummy Setor	não	não	Não	não
Dummy Ano	não	não	Não	não
Efeitos	Fixos	Fixos	Fixos	Aleatórios
N	395	395	395	367
r ²	0,1705	0,1640	0,3016	
r ² _b	0,1020	0,1368	0,3715	0,2283
r ² _w	0,1705	0,1640	0,3016	0,0730
F	149,2808	18,1963	342,7256	
chi ²				37,5403

Notas: Os asteriscos referem-se ao nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Painel estático com efeitos fixos ou aleatórios conforme os resultados do Teste de Hausman e de Schaeffer e Stillman (estatística χ^2 de Sargan-Hansen). As regressões consideram os erros padrão robustos com agrupamento por empresa.

A inclusão da *dummy* de controle (separando empresas com controle majoritário e/ou com acordo de acionistas das empresas com controle minoritário ou disperso) e/ou a *dummy* de tempo (ano) não alterou a relação da diversidade com o endividamento, exceto no caso do Índice DL/EBITDA. A relação continua positiva, mas deixou de ser estatisticamente significativa.

Em relação às variáveis de controle, observa-se que, na maioria dos casos, os sinais de associação com os índices de endividamento são consistentes. As variáveis MTB (*Market-to-book*), rentabilidade e liquidez corrente) têm coeficientes negativos, e as variáveis tangibilidade, tamanho, depreciação e crescimento têm associação positiva com os índices de endividamento contábil e financeiro. Ressalte-se, entretanto,

que a relação de MTB, Depr e Cresc tem sinais contrários em relação ao índice DL/EBITDA. Apenas o índice de rentabilidade tem influência estatisticamente significativa nos quatro índices de endividamento.

Com o objetivo de confirmar a robustez dos resultados, testamos a associação de cada componente do índice de diversidade com os índices de endividamento. Isoladamente, poucos componentes apresentam significância estatística, entretanto prevalece o relacionamento positivo entre os componentes dos índices de diversidade com os índices de endividamento. Além disso, as variáveis de controle foram substituídas por outros parâmetros relacionados com os modelos de estrutura de capital utilizados na literatura. O índice de

diversidade geral mantém a associação positiva com os índices de endividamento mesmo com a troca das variáveis de controle.

Análise dos resultados

Os resultados das análises de regressão indicam que há uma relação positiva e significante entre o índice de diversidade geral e os índices de endividamento. Portanto, em linhas gerais, aceita-se a hipótese básica de pesquisa com a associação positiva entre a diversidade e o endividamento.

Esses resultados parecem indicar que a pressão do monitoramento tem impacto na relação entre a diversidade do CA e o endividamento. Os ensinamentos de Jensen (1986) indicam que, sem a pressão de uma força disciplinadora, os executivos não emitem a quantidade ótima de dívida, pois o endividamento reduz suas ações discricionárias em relação ao fluxo de caixa. Nessa linha de raciocínio, Berger et al. (1997) concluíram que o monitoramento mais forte por parte do CA reduz o entrincheiramento dos executivos com influência positiva no nível de alavancagem.

Esta pesquisa sugere que a melhoria na função de monitoramento por meio da diversidade do CA, como indicam Ararat et al. (2010), Adams et al. (2015) e Anderson et al. (2011), afeta positivamente o índice de endividamento. Dessa forma, pode-se entender que a diversidade do CA atua como complemento no controle de custos de agência.

Na linha teórica da Dependência de Recursos, Hillman e Dalziel (2003) também sugerem que a diversidade por meio da *expertise*, experiência, relacionamento e legitimação produz melhoria no monitoramento por parte do CA. Assim, tanto pela perspectiva da Teoria da Agência quanto pela da Dependência de Recursos, pode-se interpretar os resultados desta pesquisa como uma evidência de que a diversidade influencia o endividamento positivamente por meio de melhoria no processo de monitoramento.

Os resultados também estão em linha com Harford et al. (2008), que mostraram que conselhos mais fortes, com maior monitoramento, propiciam um maior endividamento. No Brasil, confirma-se também o relacionamento positivo entre o índice de governança IGOV20 (dimensão estrutura de propriedade e CA) e a alavancagem financeira mostrado por Silveira et al. (2008). Maior aderência do Conselho às melhores práticas (conselhos mais fortes) implica em maior endividamento. Entretanto, estas conclusões são opostas aos resultados obtidos por Silva et al. (2011), cuja pesquisa apresentou uma relação negativa entre a proxy do conselho e o endividamento total e de longo prazo. Os autores interpretam

seus resultados como uma sinalização de que as empresas com as melhores práticas de governança tendem a usar mais dívidas de curto prazo do que de longo prazo e que a dívida de curto prazo apresenta um potencial de disciplinar os gestores. Ressalte-se, entretanto, que a proxy utilizada se refere a características gerais do conselho, sem entrar em características de diversidade do CA.

CONCLUSÕES

A diversidade ou heterogeneidade do conselho tem sido incentivada tanto nas pesquisas corporativas quanto nas pesquisas acadêmicas. Em função dessa crescente importância, entender as associações da diversidade com as decisões corporativas torna-se relevante. Nesse contexto, o objetivo deste trabalho foi de determinar a influência da diversidade do CA nas decisões de estrutura de capital. Ressalte-se que a primeira contribuição desta pesquisa está na definição e no cálculo do índice de diversidade. Evidentemente, uma definição de uma proxy para a diversidade é uma tarefa bastante complexa. O índice de diversidade adotado considera as diferenças de estrutura do CA, a diversidade social de seus conselheiros e também a diversidade ocupacional, englobando os aspectos educacionais e aspectos profissionais.

Em linha com muitos estudos sobre o tema, a segunda contribuição desta pesquisa está na confirmação de que a diversidade do CA está associada positivamente com o endividamento da empresa. Uma possível interpretação do ponto de vista prático é que um CA diversificado permite uma política de investimentos e financiamentos mais agressiva. A diversidade do CA pode significar não somente melhor monitoramento, mas também decisões com maior confiança, tendo em vista a *expertise* e experiência do CA.

Os estudos empíricos envolvendo CAs estão sujeitos a problemas econômicos por conta da endogeneidade, pois “as estruturas de governança surgem endogenamente porque os atores econômicos as escolhem em resposta aos problemas de governança que eles enfrentam” (Adams et al., 2010, p. 59). Assim, apesar dos procedimentos de mitigação adotados, não se pode garantir a eliminação de todos os efeitos decorrentes da endogeneidade. Roberts e Whited (2012) ensinam que, com exceção dos experimentos controlados, “não há forma de garantir que os problemas de endogeneidade sejam eliminados ou suficientemente mitigados para assegurar inferências apropriadas” (p. 86).

Uma outra possível limitação decorre de eventuais erros de mensuração das variáveis. A correta mensuração depende

da qualidade dos dados disponibilizados pelas empresas. Por exemplo, o preenchimento incorreto do FRE da CVM pela empresa com os dados dos conselheiros pode provocar eventual distorção nas variáveis de diversidade. Apesar de todos os cuidados na coleta das informações, com conferência e checagem de consistência, erros de mensuração não podem ser descartados.

O tema da diversidade do conselho é ainda relativamente pouco explorado. Os seus possíveis benefícios no mundo corporativo serão cada vez mais discutidos, e as pesquisas acadêmicas poderão trazer novas informações que contribuirão no desenvolvimento dos processos corporativos. Estudos futuros poderão envolver aspectos econôméticos, notadamente por conta da endogeneidade das variáveis de GC. As técnicas de painel dinâmico ou de equações simultâneas poderão ser contempladas nos estudos sobre os efeitos da diversidade do CA. Além disso, pode-se explorar os aspectos contingenciais que influenciam as relações da diversidade, como as políticas e os desempenhos corporativos.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). *A theory of friendly boards*. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250. doi:10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309. doi:10.1016/j.jfineco.2008.10.007
- Adams, R. B., Haan, J., Terjesen, S., & Ees, H. Van. (2015). *Board diversity: Moving the field forward*. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 77-82. doi:10.1111/corg.12106
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). *The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey*. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107. doi:10.1257/jel.48.1.58
- Ali, M., Ng, Y. L., & Kulik, C. T. (2014). *Board age and gender diversity: A test of competing linear and curvilinear predictions*. *Journal of Business Ethics*, 125(3), 497-512. doi:10.1007/s10551-013-1930-9
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). *Board of directors' composition and capital structure*. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32. doi:10.1016/j.ribaf.2015.03.005
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). *The economics of director heterogeneity*. *Financial Management*, 40(1), 5-38. doi:10.1111/j.1755-053X.2010.01133.x
- Ararat, M., Aksu, M. H., & Cetin, A. T. (2010). *The impact of board diversity on boards' monitoring intensity and firm performance: Evidence from the istanbul stock exchange*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1572283>
- Ararat, M., Aksu, M. H., & Cetin, A. T. (2015). *How board diversity affects firm performance in emerging markets: Evidence on channels in controlled firms*. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 83-103. doi:10.1111/corg.12103
- Baker, H. K., & Anderson, R. (2010). *An overview of corporate governance*. In H. K., Baker, & R. Anderson (Eds.), *Corporate governance: A synthesis of theory, research, and practice* (pp. 3-17). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.
- Barros, L. A. B. C., Castro, F. H. F., Junior, Silveira, A. M., & Bergmann, D. R. (2010). *A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: Principais problemas e formas de mitigação*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1593187>
- Ben-Amar, W., Francoeur, C., Hafsi, T., & Labelle, R. (2013). *What makes better boards? A closer look at diversity and ownership*. *British Journal of Management*, 24(1), 85-101. doi:10.1111/j.1467-8551.2011.00789.x
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010) *The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation*. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221. doi:10.1007/s10551-010-0505-2
- Berger, A. N., Kick, T., & Schaeck, K. (2014). *Executive board composition and bank risk taking*. *Journal of Corporate Finance*, 28, 48-65. doi:10.1016/j.jcorpfin.2013.11.006
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). *Managerial entrenchment and capital structure decisions*. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb0115.x
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). *Boards: Does one size fit all?* *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356. doi:10.1016/j.jfineco.2006.08.008
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2008). *Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis*. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100. doi:10.1016/j.jfineco.2006.10.005
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). *Corporate governance: Decades of dialogue and data*. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382. doi:10.5465/AMR.2003.10196703
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). *Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt*. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33. doi:10.1093/rfs/15.1.1
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). *Separation of ownership and control*. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. doi:10.1086/467037
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier.
- Fraga, J. B., & Silva, V. A. B. (2012). *Board diversity and firm performance: An empirical investigation in the Brazilian market*. *Brazilian Business Review*, 9(Special Ed), 55-77. doi:10.15728/bbrconf.2012.3
- Güner, A. B., Malmendier, U., & Tate, G. (2008). *Financial expertise of directors*. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 323-354. doi:10.1016/j.jfineco.2007.05.009
- Gupta, P. P., Lam, K. C. K., Sami, H. & Zhou, H. (2014). *Board diversity and its effect on firm financial and non-financial performance*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=2531212>
- Harford, J., Li, K., & Zhao, X. (2008). *Corporate boards and the leverage and debt maturity choices*. *International Journal of Corporate Governance*, 1(1), 3-27. doi:10.1504/IJCG.2008.017648
- Hillman, A. J. (2015). *Board diversity: Beginning to peel the onion*. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 104-107. doi:10.1111/corg.12090

- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396. doi:10.2307/30040728
- Hillman, A. J., Nicholson, G., & Shropshire, C. (2008). Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision. *Organization Science*, 19(3), 381-495. doi:10.1287/orsc.1080.0355
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (5^a ed.). São Paulo, SP: IBGC.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jiraporn, P., Kim, J., Kim, Y. S., & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics and Finance*, 22(1), 208-221. doi:10.1016/j.iref.2011.10.014
- Kim, K. (2014). Board heterogeneity: Double-edged sword? Focusing on the moderating effects of risk on heterogeneity-performance linkage. *Academy of Strategic Management Journal*, 13(1), 129-145.
- Lehn, K. M., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747-780. doi:10.1111/j.1755-053X.2009.01055.x
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328. doi:10.1016/j.jfineco.2007.03.004
- Mendes-da-Silva, W., Famá, R., & Martelanc, R. (2007). *Governança corporativa e decisões de estrutura de capital em empresas brasileiras listadas*. XXXI Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, RJ.
- Minton, B. A., Taillard, J. P., & Williamson, R. (2014). Financial expertise of the board, risk taking, and performance: Evidence from bank holding companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(2), 351-380. doi:10.1017/S0022109014000283
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (2011). *Corporate governance* (5th ed.). West Sussex, UK: John Wiley & Sons.
- Moreira, A. (2015, fevereiro 10). Endividamento de empresa preocupa G-20. *Valor Econômico*, São Paulo, Caderno Finanças, p. C1.
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance*, 67(3), 803-848. doi:10.1111/j.1540-6261.2012.01735.x
- Nordberg, D. (2010). Unfettered agents? The role of ethics in corporate governance. In H. K., Baker, & R. Anderson (Eds.), *Corporate governance: A synthesis of theory, research, and practice* (pp. 175-191). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-306. doi:10.1017/S0022109000002313
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2012, 5 October). Endogeneity in empirical corporate finance [Working Paper No. FR 11-29]. Simon School. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1748604>
- Rose, C. (2005). The composition of semi-two-tier corporate boards and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 691-701. doi:10.1111/j.1467-8683.2005.00460.x
- Silva, E. S., Santos, J. F., & Almeida, M. A. (2011). *Board of Directors: An analysis of the impact in debt levels*. RBGN-Revista Brasileira de Gestão de Negócios, 13(41), 440-453. doi:10.7819/rbgn.v13i41.835
- Silveira, A. M., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. C. (2008). *Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: Evidências empíricas no Brasil*. RAC-Revista de Administração Contemporânea, 12(3), 763-788. doi:10.1590/S1415-65552008000300008
- Stiles, P., & Taylor, B. (2001). *Boards at work: How directors view their roles and responsibilities*. Oxford, UK: Oxford Press.
- Wooldridge, J. M. (2013). *Introdução à econometria: Uma abordagem moderna*. São Paulo, SP: Cengage Learning.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A., II. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334. doi:10.1177/014920638901500208