

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS

UNIDADE ACADÊMICA DE EDUCAÇÃO CONTINUADA

MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

FILIPPE NAZZARI CARON

O IMPACTO DE NOTÍCIAS DE ENTRADA DE MULHERES EM CONSELHOS DE

ADMINISTRAÇÃO:

UM ESTUDO DE EVENTO

PORTO ALEGRE

2016

FILIPPE NAZZARI CARON

O IMPACTO DE NOTÍCIAS DE ENTRADA DE MULHERES EM CONSELHOS DE

ADMINISTRAÇÃO:

Um estudo de Evento

Artigo apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Especialista em Controladoria e Finanças, pelo MBA em Controladoria e Finanças da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Mauro Mastella

Porto Alegre

2016

RESUMO

Os conselhos de administração constituem-se em um dos principais mecanismos de governança corporativa. Diante de sua importância, estudos buscam conhecer o perfil dos conselhos e traçar um paralelo entre sua diversidade e o resultado das companhias. Este estudo tem por objetivo verificar se a notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração das empresas trará impactos, negativos ou positivos, no valor das ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA. O assunto é de fundamental importância, considerando a preocupação dos investidores acerca da composição da alta gestão da companhia, bem como em virtude do crescente debate acerca da diversidade de gênero e do crescimento da participação de mulheres no mercado de trabalho. Nesse estudo de evento, foram analisadas 30 notícias veiculadas entre os anos de 2002 e 2016, comunicando a entrada de mulheres nos conselhos de administração de 25 diferentes empresas listadas na BM&FBOVESPA. Os resultados dos testes estatísticos apontam evidências de que o anúncio da entrada de mulheres nos conselhos de administração causa impacto negativo de 0,69% no valor das ações das empresas na data do evento e de 0,73%, também negativo, no dia subsequente à data do evento. Além disso, a análise dos retornos anormais acumulados apresenta evidências de que tal reflexo negativo ocorre, de maneira significativa, entre o dia anterior à data do evento e o quinto dia subsequente à data do evento.

Palavras-Chave: Conselho de Administração. Mulheres nos Conselhos. Diversidade do Conselho. Mulher na Gestão.

1 INTRODUÇÃO

Ao tomar a decisão de alocação de seus recursos, um investidor avaliará a relação risco x retorno, de forma que os riscos assumidos sejam compensados por retornos mais elevados. Estudos com os de Silveira *et al.* (2009) evidenciam que empresas que possuem maiores níveis de governança são percebidas pelos investidores como empresas de menores riscos, uma vez que tais políticas indicam maior transparência e controle na alta gestão da companhia e a facilidade de interlocução entre os acionistas minoritários e majoritários.

A existência dos conselhos de administração nas empresas buscou garantir, desde a sua adoção, a transparência, a aplicação de controles mais eficientes e a capacidade de integrar os diversos interesses dos *stakeholders* ligados à companhia. Atualmente, constituem-se em uma das mais importantes ferramentas de governança adotadas por empresas no âmbito nacional. Monks e Minow (2001) ressaltam, neste sentido, que o conselho de administração é um elemento central nas práticas de governança, uma vez que por meio dele que todos os *stakeholders* interagem para afetar as ações da empresa e o controle dos gestores.

Diante da importância dos conselhos de administração para as práticas de governança, é fundamental a implantação de conselhos de administração com perfil heterogêneo, formado por membros com diferentes perfis de atuação, que tenham independência em relação aos controladores da empresa, e que tenham as competências necessárias para cumprir suas deliberações. Segundo McIntyre, Murphy e Mitchell (2007), para que o conselho de administração seja eficiente, é fundamental: diversidade moderada em suas dimensões, como tempo de mandato e idade dos membros, deve possuir um bom tamanho para que traga membros com as habilidades suficientes para tal e, por fim, possuir um mandato médio e membros experientes.

A partir da adoção dos conselhos de administração, novas dúvidas e questionamentos foram surgindo, especialmente relacionadas à composição da estrutura do conselho das companhias e sua influência na percepção de risco por parte dos investidores. Estudos como o de Dutra e Saito (2002) foram realizados dissertando sobre esse assunto, deixando claro, por exemplo, que a grande maioria

das empresas estudadas possui, na composição do conselho, representantes ligados aos acionistas, tendo, por sua vez, uma baixa participação de conselheiros independentes, o que pode ocasionar menor transparência nas relações entre a alta administração e os demais acionistas, aumentando a percepção de risco por parte de investidores. Também em busca da definição do perfil dos conselhos de administração, o estudo realizado por Bruère et al. (2007), identificou que, dentre as empresas listadas no índice BM&FBOVESPA estudadas, o conselho de administração das empresas é composto, em sua grande maioria, por membros do sexo masculino, enquanto que as mulheres, em sendo minoria, possuem idade média consideravelmente inferior.

Tais estudos permitem traçar um perfil claro sobre o perfil dos conselhos de administração das companhias, evidenciando a pouca participação de mulheres nesses grupos. Contudo, poucos estudos ampliam as análises acerca da relação entre o perfil dos participantes do conselho de administração das empresas com a percepção de risco e valor das ações das respectivas companhias. Além disso, não foram localizados estudos que investigassem o impacto imediato no valor das ações das empresas, causado pelo anúncio de novos conselheiros do sexo feminino, fazendo um paralelo entre o anúncio de sua participação e o seu perfil pessoal.

Diante do exposto, tal estudo tem por objetivo verificar se a notícia da entrada de mulheres no conselho de administração trará impactos, positivos ou negativos, no valor das ações das companhias objeto de estudo. O estudo surge da necessidade, cada vez mais crescente, de avaliar a percepção de risco do mercado sob diversos aspectos relacionados à gestão da companhia, desde a composição dos conselhos de administração até as decisões tomadas que impactam diretamente no valor da empresa. Além disso, diante do debate acerca da diversidade e do aumento da participação de mulheres na gestão das companhias, parte-se do pressuposto de que a presença feminina nos conselhos de administração deve ser avaliada de forma positiva por parte dos investidores, o que poderia gerar eventuais reflexos no valor das ações das companhias.

Com o intuito de atingir o objetivo proposto, o artigo passará brevemente por conceitos relacionados à controladoria e teoria de agência, bem como dissertando um pouco sobre os conselhos de administração. Posteriormente, serão estudados

os impactos da veiculação de notícias sobre a entrada de novos conselheiros na empresas que farão parte da amostra, sendo elas empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Por fim serão colocadas as análises e considerações finais acerca dos assuntos previamente estudados.

2 PRESENÇA DE MULHERES NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

A governança corporativa surgiu da necessidade de conciliar os interesses dos acionistas minoritários e dos agentes, bem como a partir da premissa de se reduzir os custos de agência, ou seja, custos oriundos da adoção de controles das ações dos agentes e custos gerados por decisões que não adicionam valor ao capital dos acionistas. Em um dos primeiros estudos sobre o assunto, Jensen e Meckling (1976) definem governança corporativa como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e de controle, que visam minimizar os custos de agência”. No Brasil, trazendo uma visão mais contemporânea sobre o tema, o Instituto Brasileiro de Governança corporativa (IBGC) (2015) coloca que governança corporativa é o “sistema pela qual as empresas são regidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselheiros de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Ao analisar tais conceitos, nota-se que o objetivo da adoção de práticas de governança tem como principais objetivos monitorar a operação e engajar os *stakeholders* com o intuito de maximizar o retorno dos acionistas. Ademais, é possível observar um elo entre a alta gestão da companhia e os demais acionistas e que contribui decisivamente para que tais objetivos sejam atingidos: o conselho de administração. Monks e Minow (2001) colocam que o conselho de administração é o principal instrumento de governança, uma vez que o mesmo possibilita a interação entre os *stakeholders* com o intuito de aprimorar controles e maximizar resultados. O IBGC (2015) concorda com o conceito apresentado, acrescentando ainda que, como seus principais papéis, o conselho de administração deve indicar os rumos estratégicos da companhia, monitorar as ações da alta administração e servir como um elo entre a organização e os sócios.

No arcabouço legal brasileiro, segundo a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, capítulo XII, artigo 138, que dispõe sobre as S.A., todas as sociedades anônimas de capital aberto devem possuir, obrigatoriamente, um conselho de administração, além de possuir um número mínimo de componentes, estando suas obrigações e competências devidamente previstas em lei.

Pelos motivos supracitados, o conselho de administração é um dos assuntos frequentemente pesquisados na esfera acadêmica, onde são discutidas suas atribuições, responsabilidades e, especialmente, sua composição (Lodi, 2000). Entende-se por composição do conselho, as diversas características que o envolvem, desde a quantidade e independência de seus membros, até análise de seu perfil demográfico, como faixa etária, estado civil, etnia e, até mesmo, gênero.

No passar dos anos, alguns estudos buscaram analisar a composição dos conselhos de administração e traçar relações entre o perfil dos conselhos e a geração de resultado das companhias. Os estudos de Erhardt et al (2003) e de Kiel e Nicholson (2003) buscaram traçar um perfil dos conselhos de administração nas empresas americanas e australianas, respectivamente, sendo possível identificar que heterogeneidade, tamanho dos conselhos e sua independência influenciavam no desempenho das empresas estudadas. Inclusive, estudos com os de Dalton e Dalton (2010) e de Huse e Nielsen (2010) já encontraram evidências do aumento da proporção de mulheres nos conselhos após a era SOX e que a presença de mulheres trazia melhorias no desenvolvimento dos conselhos através da redução de conflitos. No Brasil, Dutra e Saito (2002) e Santos (2002) estudaram aspectos como independência de conselhos e seus reflexos nos resultados. Com foco na análise demográfica, Bruére et al (2007) indica grande predominância de homens nos conselhos, enquanto que Zanotelli (2014) apresenta indícios de que a presença de mulheres nos conselhos aumenta o ROA (*return on assets*) das empresas.

Atuando fora do meio acadêmico, em 2011 o IBGC apresentou um estudo onde identificou, nas empresas listadas no IBOVESPA, que 7,7% das cadeiras dos conselhos eram ocupadas por mulheres, apresentando aumento de participação em relação a 2010, além de identificar uma redução de 4% no número de empresas que não possuem nenhuma mulher em seus conselhos. O estudo ainda indica que 40% das cadeiras dos conselhos serão ocupadas por mulheres até 2022.

Diante da crescente participação de mulheres no mercado de trabalho e do aumento de sua participação nos conselhos das empresas, evidenciado nos estudos supracitados, outras pesquisas buscaram relacionar a presença de mulheres nos conselhos de administração aos resultados obtidos pelas companhias, bem como analisar a percepção do mercado em relação à entrada de novos membros do sexo

feminino nos conselhos, visando analisar a relação do evento com o preço das ações da companhia.

No âmbito internacional, alguns estudos buscam investigar os reflexos da presença de mulheres nos conselhos de administração. Adams e Ferreira (2009) buscaram verificar o impacto da participação de mulheres nos conselhos, na governança e performance da empresa, atestando, em seus resultados, que a diversidade de gênero trazia efeitos negativos para as empresas estudadas no que tange à performance financeira, mas que o resultado teria sido influenciado por outras variáveis, como o tamanho das empresas. Já Rovers (2011) e Ijas (2012) tinham por objetivo estudar as diferenças de gêneros, identificando eventuais relações entre esta variável e o desempenho das empresas estudadas, tendo Rovers (2011) estudado empresas americanas, enquanto que Ijas (2012) estudou empresas Holandesas. Os resultados apontam para o mesmo caminho, que indica que empresas que possuem mulheres em seus conselhos apresentam melhores desempenhos financeiros. Contudo, ambos os estudos apontaram que esta não é a única variável que afeta o resultado das empresas e, portanto, é necessário avaliar outras variáveis envolvidas.

Por sua vez, Kluck (2012) e Sudeck e Iatridis (2014) estudaram não só o impacto da presença de mulheres nos conselhos, mas também realizaram um estudo de eventos com o objetivo de verificar o impacto do anúncio de nomeações do sexo feminino nos conselhos de administração. O estudo de Kluck (2012) identificou um impacto negativo significativo no retorno das ações nas datas onde uma possível lei de cotas de gênero foi anunciada na França e Espanha, concluindo que a presença de mulheres nos conselhos de administração pode acarretar perda de valor econômico. Contudo, ao estudar empresas Alemãs, Sudeck e Iatridis (2014) identificaram que a divulgação da nomeação de mulheres nos conselhos das empresas estudadas gerou reações positivas no mercado de ações, indicando que notícias sobre nomeação de mulheres nos conselhos podem influenciar positivamente o valor das ações das empresas, sugerindo que os investidores acreditam que mulheres nos conselhos agregam valor à empresa.

No Brasil, ainda há poucos estudos sobre o impacto da presença de mulheres nos conselhos de administração das empresas nacionais. Margem (2013) buscou

identificar se a presença de mulheres nas diretorias e conselhos de administração geraria impacto nos resultados das empresas brasileiras de capital aberto, entre os anos de 2002 e 2009. Os resultados apontaram para a existência de uma relação negativa entre presença de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho das empresas, embora não tendo sido encontradas evidências de que mulheres na diretoria e em conselhos de administração, simultaneamente, impactassem no resultado das empresas. Contudo, os estudos de Zanotelli (2014) e Júnior e Martins (2015) apresentaram resultados diferentes dos obtidos por Margem (2013). Zanotelli (2014) analisou as características dos conselhos de 20 bancos com capital aberto entre os anos de 2007 e 2013, com o intuito de detectar eventuais influências de tais fatores nos resultados das empresas. Os resultados evidenciaram que a presença de mulheres influenciou positivamente no ROA. Já Junior e Martins (2015) analisaram a influência da participação feminina nos conselhos de administração na *performance* das empresas mais líquidas listadas no IBOVESPA entre os anos de 2010 e 2013. Os resultados de seus estudos apontaram que empresas com maior diversidade de gênero possuem maior desempenho e, por sua vez, maior ROA.

Como pode ser observado, com o crescente debate acerca do tema, especialmente nos Estados Unidos e na Europa, pesquisadores buscam entender, cada vez mais, os impactos da diversidade de gêneros no resultado e no desempenho das companhias. Embora alguns resultados tragam conclusões diferentes e, até mesmo, apresentem limitações em virtude das variáveis envolvidas nos estudos, a maioria dos resultados converge para o mesmo caminho, apontando evidências de que mulheres nos conselhos de administração contribuem para o desempenho e resultado das empresas estudadas. Apesar da crescente importância do assunto, foram encontrados poucos estudos no Brasil dissertando sobre o tema, o que motiva a realização de novos estudos com o intuito de trazer mais evidências e estudar novas dimensões ainda não abordadas em estudos anteriores.

O apêndice A apresenta um resumo contendo os principais objetivos e resultados obtidos pelos demais estudos realizados em âmbito nacional e internacional acerca deste tema, para que se tenha um panorama mais amplo das discussões em torno do tema. Assim, a seguir, serão apresentados os métodos

utilizados para realização da pesquisa, bem como descritos detalhadamente o período de amostragem e as empresas objeto de estudo. Logo após, serão demonstrados os resultados auferidos e, por fim, as considerações finais acerca dos estudos realizados.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Visando o alcance dos objetivos propostos nesta pesquisa, foi utilizado o método de estudo de evento com o intuito de testar se a divulgação da notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração impacta de alguma forma, seja ela positiva ou negativa, no valor das ações das empresas objetos de estudo. Segundo Camargo e Barbosa (2003), trata-se do método mais utilizado para verificar o impacto da divulgação de informações das empresas sobre o valor de suas ações.

Basicamente, Brown e Warner (1980) colocam que o objetivo do estudo de eventos é identificar em que medida o valor dos títulos das empresas negociadas apresenta retornos anormais em períodos próximos à data do evento, ou seja, o quanto os valores dos títulos apresentam variações em relação aos retornos normais, de acordo com as expectativas. O princípio básico desse método é o de eficiência de mercado, onde se pressupõe que o mercado reagirá imediatamente à veiculação de notícias relacionadas às empresas.

Diante de sua eficiência na análise do impacto de eventos específicos no valor dos ativos das empresas, Soares, Rostagno e Soares (2002) colocam que o método vem sendo utilizado frequentemente no Brasil, sendo visto inúmeras vezes em congressos e seminários realizados no país.

3.1 Desenvolvimento do Estudo de Evento

Como se sabe, o estudo tem por objetivo verificar o impacto da divulgação da entrada de mulheres no conselho de administração das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Assim sendo, o evento objeto de estudo será a data da veiculação da notícia da entrada de um novo componente do sexo feminino no conselho de administração das empresas, admitindo a possibilidade de que essa seja, ou não, a primeira mulher a compor o conselho de administração da companhia.

Dessa forma, foi considerada como data de evento, ou data zero, a data em que a notícia foi efetivamente divulgada pela primeira vez em um veículo de comunicação, tendo sido utilizados, para fins de pesquisa, *sites* de notícias e *sites* de RI (relação com investidores) das empresas objeto de estudo. Ainda assim, é importante salientar que, em virtude das limitações em obter o histórico de notícias,

não foram utilizados como objeto de pesquisa, veículos de comunicação como rádios, canais de TV, jornais impressos, revistas, entre outros.

No que tange aos critérios de seleção das empresas estudadas, trabalhou-se com a premissa de que a companhia deveria, na data de divulgação da notícia e ao menos nos 262 dias úteis anteriores, fazer parte do grupo de empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), bem como possuir um histórico de negociação na BM&FBOVESPA de, no mínimo, 262 pregões anteriores à data de divulgação da notícia. Entretanto, conforme será visto logo adiante na caracterização da amostra, aliviou-se tal premissa para duas ações onde as empresas abriram seu capital dentro do período da janela de estimação, onde considerou-se que as cotações disponíveis até então eram suficientes para cálculo do retorno esperado pelos acionistas.

Após a coleta de dados, partiu-se para o cálculo dos retornos anormais das ações na janela de evento. Para tal, primeiramente foi realizado o cálculo do retorno da ação P no período t, utilizando-se do método de cálculo dos retornos pela forma logarítmica, uma vez que, segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), a forma logarítmica é a mais adequada quando o estudo realizará testes estatísticos paramétricos, visto que se tratar do modelo que apresenta a distribuição dos retornos de forma mais próxima à distribuição normal. Dessa forma, utilizou-se a seguinte fórmula para cálculo dos retornos:

$$r = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \text{ ou } r = (\ln P_t - \ln P_{t-1})$$

Na fórmula acima, considera-se que o retorno (r) será obtido através da extração do logaritmo natural da divisão do preço da ação (P) no período t pelo preço da ação (P) no período t-1, ou, da mesma forma, pela subtração do logaritmo natural do preço da ação no período t pelo logaritmo natural do preço da ação no período t-1.

Em seguida, foi definido o *benchmark* de mercado utilizado para realização dos cálculos comparativos entre os retornos obtidos pela ação objeto de estudo e os retornos obtidos pela carteira de mercado, sendo este o índice BOVESPA (IBOV),

uma vez que, segundo a BM&FBOVESPA, trata-se do índice médio das ações de maior negociabilidade e participação no mercado de ações brasileiro.

Após a definição do índice de mercado, tornou-se necessária a definição da taxa de remuneração de capital livre de risco, ou seja, o quanto o mercado está remunerando o capital aplicado de forma pura, com *beta* igual a zero. Como taxa livre de risco, foi utilizada taxa do certificado de depósito interbancário (CDI).

Tendo sido obtido o preço das ações da empresa objeto de estudo, bem como as cotações do índice de mercado (IBOV) e da taxa livre de risco (CDI), partiu-se para o cálculo do retorno esperado da ação $E(R_{it})$, ou seja, o retorno esperado considerando o risco não diversificável da empresa, medido pelo coeficiente *beta*, bem como o custo de oportunidade, representado pela taxa CDI, bem como os ativos da carteira média de mercado, representados pelo IBOVESPA.

Em seus estudos, Brown e Warner (1980, 1985) sugerem a adoção de três diferentes modelos para mensuração dos retornos normais esperados, sendo eles: o modelo de retornos ajustados à média constante (1); o modelo de retornos ajustados ao mercado (2) e, por fim, o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado (3), sendo o último amplamente utilizado em estudos de evento. Somando-se aos modelos de mercado, há também os modelos econômico-financeiros, onde o modelo CAPM (4), baseado na teoria de portfólios de carteira de Markowitz (1952), é amplamente utilizado em pesquisas na área de finanças, constituindo-se em uma variação do modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado.

Visando garantir maior robustez e confiabilidade ao estudo, optou-se por utilizar, para obtenção dos retornos anormais, o modelo CAPM e o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado, ou simplesmente, modelo de mercado. Entretanto, o estudo dará maior ênfase à análise do modelo CAPM, uma vez que, segundo Gitman (2010), o modelo considera diretamente o risco da empresa, sob forma do *beta*, na determinação do retorno pretendido. Além disso, o modelo permite comparar o risco da empresa com a carteira de mercado e a taxa livre de risco, possibilitando maior acurácia na obtenção dos retornos anormais. Ainda assim, Brown e Warner (1980 e 1985), após comparar diferentes modelos, concluíram que

não há diferenças significativas entre ambos, sendo possível adotar, inclusive, modelos mais simples para obtenção dos retornos normais.

Segundo Nast e Teixeira (2006), a equação que representa o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado baseado no CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) é a seguinte:

$$E(R_{it}) = R_{ft} + \beta_i \times (R_{mt} - R_{ft})$$

Onde $E(R_{it})$ é o retorno esperado para a ação i na data t ; β é o parâmetro da regressão linear dos retornos da ação i sobre os retorno de mercado; R_{mt} é o retorno da carteira de mercado na data t e, por fim, R_{ft} é o retorno do ativo livre de risco na data t . Cabe ressaltar que para cálculo do coeficiente beta foram utilizados 252 dias úteis de pregões da BM&FBOVESPA fora da janela de evento (-262 até -10), enquanto que a janela de evento definida foi de -10 até +5 dias, sendo 0 a data do evento, ou seja, a data em que a notícia foi efetivamente veiculada. A janela de estimação não considera os dias de evento, pois, segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), poderiam sofrer influências no seu resultado normal em virtude da ocorrência do evento, o que contaminaria o *beta*.

Após calcular o retorno esperado da ação, para continuar o método de estudo de evento, deve-se calcular o retorno anormal da ação, conforme equação abaixo:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | R_{mt}) = R_{it} - (R_{ft} + \beta_i \times (R_{mt} - R_{ft})) = \varepsilon_{it}$$

Onde AR_{it} é o retorno anormal da ação i no período t ; e ε_{it} é o resíduo da regressão do retorno da ação i sobre o retorno da carteira de mercado no dia t , ou seja, trata-se do retorno da ação i no período t descontado do retorno estimado da ação i no dia t .

Já no modelo de mercado, apresentado por Camargos e Barbosa (2003), o processo de obtenção dos retornos anormais é semelhante ao modelo CAPM, entretanto, acrescentando um novo parâmetro OLS (*Ordinary Least Squares*) ao cálculo, conforme pode ser observado na fórmula abaixo:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Onde AR_{it} é o retorno anormal da ação i no período t ; R_{it} é o retorno observado do título i na data t ; R_{mt} é o retorno observado da carteira de mercado na data t ; e α e β são parâmetros de regressões lineares, onde α pode ser obtido através da fórmula:

$$\alpha_i = E(\bar{R}_i) - \beta_i E(\bar{R}_m)$$

Onde $E(R_i)$ é a média dos retornos esperados para a ação i ; β é o quociente da covariância de (R_{it}, R_{mt}) e variância de (R_{mt}) ; e $E(R_m)$ é a média dos retornos esperados para a carteira de mercado. Em relação aos parâmetros *alpha* e *beta*, é importante ressaltar que, conforme Campbell, Lo e Mackinlay (1997), em ambos os modelos em que se aplicam, os parâmetros de regressões lineares devem ser calculados fora da janela de evento, para evitar eventuais distorções em seus valores habituais.

Em seguida, foi realizado o cálculo do retorno anormal acumulado (CAR), onde, basicamente, acumula-se os retornos anormais obtidos em cada uma das janelas de evento, bem como na data do evento, obtendo-se o retorno anormal acumulado ao final da janela de evento (dia +5).

Segundo Camargos e Barbosa (2003), em estudos de evento onde o objetivo é analisar o impacto econômico-financeiro nos preços das ações de diferentes companhias, deve-se obter as médias dos retornos anormais para os tempos utilizados na janela de evento. Dessa forma, calculou-se a média dos retornos anormais (AR) e a média dos retornos cumulativos anormais (CAR) de cada um dos dias que compõem a janela de evento, considerando o AR e o CAR obtidos em cada uma das ações objeto do estudo.

Seguindo a premissa de Brown e Warner (1980, 1985) de que os retornos são influenciados pela variância dos retornos anormais nos dias próximos ao evento, podendo assim gerar prejuízos aos testes estatísticos, foi realizado o cálculo dos desvios padrão dos retornos anormais (AR) e retornos anormais acumulados (CAR) de cada um dos dias que compõem a janela de evento, considerando as ações de

todas as empresas objeto de estudo. Utilizando-se esse método, os retornos ajustados apresentarão a mesma variância, não prejudicando os testes estatísticos. Tal modelo é chamado de retorno standardizado, também adotado em estudos como o de Nast e Teixeira (2006).

Em seguida, com o objetivo de determinar a significância estatística dos retornos anormais obtidos no estudo, utilizou-se o teste t de *student* como teste paramétrico padrão para rejeitar, ou não, a hipótese nula (H_0) adotada neste estudo de evento, ou seja, de que a notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração não causa impacto no valor das ações das companhias, sendo a hipótese alternativa (H_1) de que a notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração causa impacto no valor das ações.

Ainda assim, considerando a importância de se realizar testes não paramétricos para agregar robustez aos resultados obtidos nos testes paramétricos, utilizou-se como teste não paramétrico alternativo o teste de sinais, uma vez que o mesmo possibilita verificar se há diferença significativa entre os sinais positivos e negativos observados nos retornos anormais das ações estudadas. Nesse caso, assume-se como hipótese nula (H_0) a hipótese de que o número de retornos anormais positivos e negativos é igual em cada janela de evento, sendo H_1 a hipótese de que haja diferença, negativa ou positiva, entre os retornos anormais das ações em cada janela de evento.

3.2 Caracterização da Amostra

Para definição da amostra objeto de estudo, utilizou-se como premissa básica a data em que foi veiculada pela primeira vez a notícia da entrada de um novo componente do sexo feminino no conselho de administração das companhias, sendo considerados para fins de pesquisa apenas veículos de comunicação *online*, tais como sites de notícias (*UOL*, *Terra*, *Infomoney*, entre outros), sites de relações com investidores das empresas listadas na BM&FBOVESPA, bem como sites de pesquisa (*Google*, *Yahoo*, *Bing*, entre outros). Para localização das notícias nos referidos veículos de comunicação, foram utilizadas expressões-chave como: “primeira mulher no conselho de administração”; “nova componente do conselho de administração”; “nova conselheira da empresa”; “mulheres nos conselhos de

administração”; entre outras expressões relacionadas à entrada de mulheres nos conselhos de administração das companhias.

Além disso, também como premissa para composição da amostra estudada, era fundamental que a empresa tivesse capital aberto e fizesse parte das empresas listadas no BM&FBOVESPA no período da ocorrência do evento e nos 252 dias anteriores à data do evento, uma vez que, para cálculo do beta de risco, era fundamental a obtenção de 252 dias de pregões como forma de obter maior acurácia no cálculo dos retornos anormais. Entretanto, no caso das ações das empresas Medial Saúde e EDP, foi aberta uma exceção à regra pelo fato de a abertura de capital das empresas ter ocorrido dentro da janela de estimação do evento, considerando-se assim que as cotações das ações disponíveis para consulta eram suficientes, nesse caso, para cálculo do retorno esperado pelos acionistas das empresas.

Foram excluídas dessa amostra empresas que possuíam apenas ADRs (*American Depositary Receipt*) negociadas na BM&FBOVESPA, por se tratarem de empresas com baixo volume de negociações no mercado brasileiro, sendo excluído da premissa básica de pregões necessários para cálculo dos retornos anormais.

Em empresas que possuíam mais de um tipo de ação listada na BM&FBOVESPA (ordinárias, preferenciais, entre outras), foram consideradas apenas as cotações de fechamento das ações ordinárias (ON) como base de cálculo dos retornos anormais, uma vez que, seguindo a premissa da janela de estimação, são as ações cujo volume de negociações é maior, não as excluindo nos demais critérios adotados. Já em empresas que possuíam apenas um tipo de ação listada na BM&FBOVESPA, foram utilizadas as cotações de fechamento relacionadas a este tipo de ação, onde, no caso, tratam-se de ações preferenciais (PN).

Para obtenção das cotações das empresas objeto de estudo, bem como do índice IBOV, utilizou-se sites que disponibilizam base de dados histórica de ações, tais como o *Yahoo Finance* e *Google Finance*, bem como a base de dados da Economatica® para eventos ocorridos há mais de 10 anos, uma vez que as demais bases dispõem de dados históricos de até 10 anos de cotações. Já para obtenção

da taxa livre de risco (CDI), utilizou-se o site da CETIP como base de dados histórica de cotações do índice.

Ao final do levantamento, atingiu-se o número de 30 eventos, distribuídos em ações preferenciais e, em sua grande maioria, ordinárias de 25 diferentes empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo (BM&FBOVESPA) entre os anos de 2002 e 2016, conforme pode ser visualizado no quadro 1.

Quadro 1 – Empresas selecionadas na amostra e respectivas classificações setoriais

Classificação Setorial (Bovespa)	Empresa	Data do Evento	Classificação Setorial (Bovespa)	Empresa	Data do Evento
Bens Industriais	Marcopolo	28/04/2016	Materiais Básicos	Paranapanema	25/04/2014
Construção e Transporte	LLX/PRUMO	20/10/2011		Gerdau	27/04/2011
Consumo Cíclico	Magazine Luiza	18/11/2015	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petrobrás	29/02/2016
	Restoque	04/05/2015		OGX	30/05/2012
	Arezzo	17/07/2013		Petrobrás	09/02/2012
Consumo não Cíclico	Natura	11/09/2014		Petrobrás	22/07/2011
	JBS	14/02/2012		Petrobrás	02/01/2003
	Medial Saúde	10/01/2007	Tecnologia da Informação	Totvs	24/01/2013
Financeiro e Outros	BB Seguridade	23/10/2015	Telecomunicações	Oi	29/11/2014
	Bovespa	27/03/2015	Utilidade Pública	Eletróbrás	09/07/2016
	Banco do Brasil	09/03/2015		Light	06/03/2015
	Santander	10/09/2014		Eletróbrás	11/08/2009
	Banco da Amazônia	28/02/2014		Sanepar	06/05/2008
	Santander	28/01/2014		EDP	26/04/2006
	Banco Panamericano	11/11/2010		Copel	06/12/2002

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao analisar o quadro 1, é possível identificar que a maior parte dos eventos está concentrada em empresas dos setores “Financeiro e Outros” e “Utilidade Pública”, especialmente entre os anos de 2011 e 2016, somando 23 eventos nessa janela de período. Além disso, é importante ressaltar que o número restrito de eventos é devido à baixa ocorrência dos mesmos, o que se tornou uma das limitações do estudo, o que será abordado com maiores detalhes no próximo capítulo.

A seguir, serão realizadas as análises dos dados obtidos no estudo de eventos e, por fim, serão abordadas as diversas variáveis envolvidas no estudo, detalhadas nas considerações finais.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após estabelecer as premissas necessárias para definição da amostra e para cálculo dos retornos anormais e dos respectivos testes estatísticos, serão apresentados, a seguir, os resultados obtidos na execução do estudo de evento proposto, bem como dos testes estatísticos T (paramétrico) e do teste de Sinais (não paramétrico) utilizados para análise de significância estatística dos resultados.

Na tabela a seguir, observa-se a distribuição dos retornos anormais no período da janela do evento, bem como as estatísticas de T e de Z, relacionada ao estudo de sinais, para ambos os períodos. Antes de seguir, cabe ressaltar que, embora a ênfase do estudo seja direcionada para o modelo de cálculo dos retornos anormais por meio do CAPM, foi elaborado para fins comparativos o cálculo dos retornos anormais utilizando o modelo ajustado ao risco e ao mercado, ou simplesmente, “modelo de mercado”.

Tabela 1 – Retornos anormais (AR): comparativo dos modelos CAPM e modelo de mercado - Análise das estatísticas T de *student* e Z de sinais

Janela de Evento	AR (CAPM)	AR (Modelo de Mercado)	TESTE T		TESTE Z DE SINAL	
			CAPM	Modelo de Mercado	CAPM	Modelo de Mercado
5	0,25%	0,30%	0,6495	0,7643	-0,9129	-0,9129
4	-0,34%	-0,29%	-0,8594	-0,7295	-0,9129	-0,9129
3	-0,04%	0,02%	-0,0768	0,0356	-0,5477	-0,5477
2	-0,09%	-0,04%	-0,1840	-0,0733	-0,1826	-0,5477
1	-0,79%	-0,73%	-1,8643*	-1,7149*	-0,9129	-0,9129
0	-0,75%	-0,69%	-1,70935*	-1,6164	-1,6432*	-1,6432*
-1	0,12%	0,18%	0,2974	0,4366	-0,5477	-0,1826
-2	0,15%	0,21%	0,4455	0,6299	-1,6432*	-1,6432*
-3	-0,16%	-0,10%	-0,3903	-0,2512	-0,9129	-0,5477
-4	0,80%	0,86%	1,7998*	1,9332*	-0,9129	-0,9129
-5	0,44%	0,50%	0,7460	0,8719	-2,0083*	-2,0083*
-6	-0,12%	-0,05%	-0,2790	-0,1300	-0,5477	-0,1826
-7	-0,02%	0,04%	-0,0764	0,1668	-0,1826	0,1826
-8	-0,76%	-0,70%	-1,5785	-1,4466	-1,2780	-0,9129
-9	0,18%	0,24%	0,3705	0,5092	-0,1826	-0,1826
-10	0,13%	0,20%	0,2971	0,4462	-0,1826	-0,1826

Nota: O símbolo * indica significância estatística com nível de confiança de 5%.

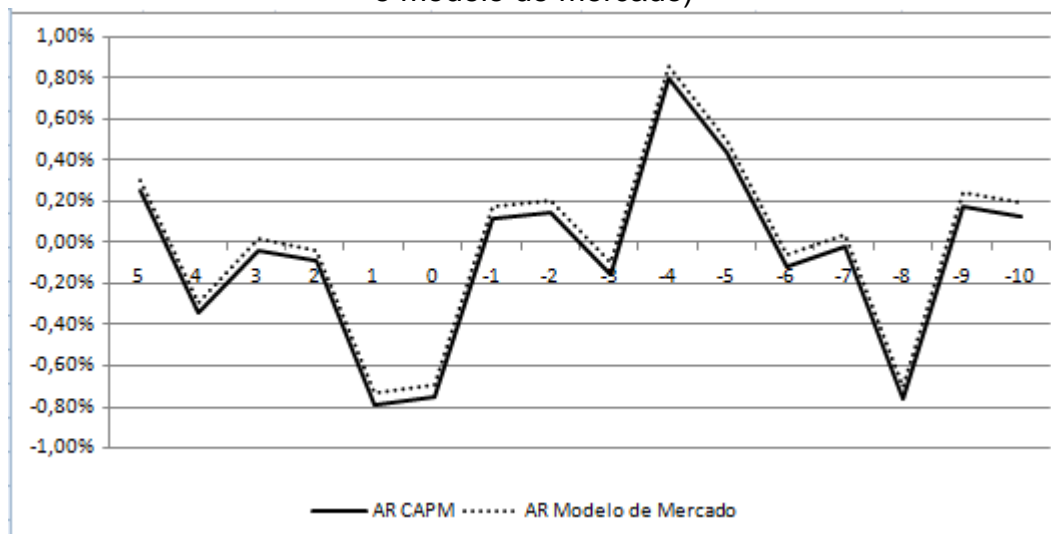
Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao analisar a tabela 1 considerando-se o modelo CAPM, é possível identificar que, na média, os retornos anormais apresentam-se negativos logo após a data do

evento, ou seja, a data 0 (zero), enquanto que, nos dias que antecedem o evento, ou seja, o período que compreende os dias -1 a -10, a média dos retornos anormais é positiva. Ao comparar os dois modelos de cálculo dos retornos anormais, ou seja, o modelo CAPM e o modelo de mercado, identifica-se que, assim como em estudos prévios realizados por Brown e Warner (1980 e 1985), ambos os modelos apresentam pequena variação entre os resultados obtidos, podendo-se optar por qualquer um dos modelos para analisar os retornos anormais das ações.

O gráfico 1 evidencia o comportamento temporal dos retornos anormais obtidos no modelos CAPM e de mercado, indicando que ambos os modelos apresentam variações semelhantes durante os 16 dias que compõem a janela de evento.

Gráfico 1 – Distribuição dos retornos anormais em ambos os modelos (CAPM e modelo de mercado)



Fonte: Elaborado pelo autor.

Embora o gráfico supracitado aponte que as variações entre ambos os modelos é relativamente pequena, como também pode ser observado na tabela 1, ao analisar os resultados obtidos no teste T identifica-se que, no modelo CAPM foi encontrada significância estatística com nível de confiança de 5% nos dias +1, 0 e -4, enquanto que no modelo de mercado foi encontrada significância estatística com o mesmo nível de confiança em apenas 2 dias, ou seja, os dias +1 e -4. Isso indica que, embora a diferença entre os dois modelos seja aparentemente insignificante, pequenas distorções entre ambos os modelos podem afetar diretamente os resultados auferidos, uma vez que tais diferenças impactam no valor dos retornos

anormais, alterando o valor da estatística T e dos níveis de confiança estatística da amostra.

Ao analisar os resultados obtidos no teste Z de sinais, foi apontada significância estatística com nível de confiança de 5% nos dias 0, -2 e -5 para os retornos anormais das ações obtidos através do modelo CAPM, sendo, neste caso, os mesmos resultados apurados pelo modelo de mercado. Na prática, com nível de confiança estatística de 5%, os resultados indicam que há indícios de que o número de retornos anormais positivos e negativos das ações que compõem os dias 0, -2 e -5 pertencentes à janela de evento são diferentes de zero, rejeitando, portanto, a hipótese nula adotada para o teste Z de sinais.

Como o foco de análise será o modelo CAPM, ao analisar os números apresentados na tabela 1, é possível verificar significância estatística nos retornos observados nos dias +1, 0 e -4 apontados pelo teste T, indicando, com nível de confiança de 5%, que há evidências de que o anúncio da entrada de mulheres nos conselhos de administração pode impactar no preço das ações das companhias estudadas. No caso do dia -4, o retorno anormal apresenta-se positivo, contudo, sem a confirmação de significância do sinal por parte do teste de sinais. Já nos dias +1 e 0, dias em que ocorre o anúncio efetivo da entrada da conselheira do sexo feminino e no dia subsequente ao seu anúncio, a média dos retornos anormais é negativa, ou seja, o resultado indica uma possível percepção negativa do mercado em relação à ocorrência do evento. Na data do evento, inclusive, o teste de sinais confirma significância estatística para o sinal negativo, ampliando as evidências de uma possível rejeição do mercado ao anúncio da entrada de mulheres nos conselhos de administração.

4.1 Análise dos Retornos Anormais Acumulados

Para que seja possível identificar, de maneira ainda mais relevante, um possível impacto do evento no valor das ações das empresas estudadas, deve-se analisar o retorno acumulado das ações nas janelas de dias que antecedem e, até mesmo, que sucedem a data de evento, conforme pode ser observado na tabela 2.

Tabela 2 – Retornos anormais acumulados (CAR): comparativo dos modelos CAPM e modelo de mercado em diversas janelas de evento

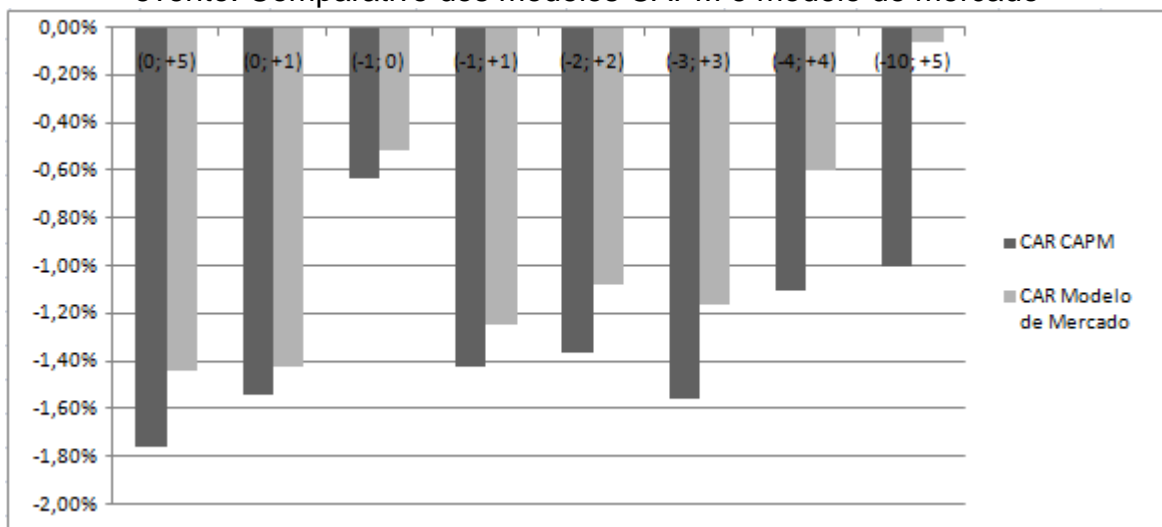
Janela de Evento	CAR (CAPM)	CAR (Modelo de Mercado)	TESTE T		TESTE Z DE SINAIS	
			CAPM	Modelo de Mercado	CAPM	Modelo de Mercado
(0; +5)	-1,76%	-1,43%	-1,7221*	-1,4155	-0,9129	-0,5477
(0; +1)	-1,54%	-1,42%	-2,2851*	-2,1457*	-0,9129	-0,5477
(-1; 0)	-0,63%	-0,51%	-1,1784	-0,9836	-2,0083*	-1,6432*
(-1; +1)	-1,42%	-1,24%	-2,0314*	-1,8046*	-1,6432*	-0,9129
(-2; +2)	-1,36%	-1,07%	-1,5316	-1,2584	-0,1826	-0,1826
(-3; +3)	-1,55%	-1,16%	-1,4324	-1,1109	-0,1826	-0,1826
(-4; +4)	-1,10%	-0,59%	-0,9549	-0,5338	0,1826	-0,1826
(-10; +5)	-1,00%	-0,06%	-0,7354	-0,0464	0,1826	-0,5477

Nota: O símbolo * indica significância estatística com nível de confiança de 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Fazendo um rápido comparativo entre ambos os modelos calculados, observa-se que, à medida que a acumulação dos retornos anormais da janela de evento é ampliada, a diferença entre o CAR de ambos os modelos aumenta, descolando-se um do outro. Isso ocorre, visto que a diferença dos retornos anormais mantém-se constante, ou seja, à medida que somam-se os dias da janela, acumula-se a diferença de valores entre os dois modelos, ocasionando um distanciamento entre as duas barras, conforme pode ser observado no gráfico 2.

Gráfico 2 – Distribuição dos retornos anormais acumulados em diversas janelas de evento. Comparativo dos modelos CAPM e modelo de mercado



Fonte: Elaborado pelo autor.

Retomando as análises dos retornos anormais acumulados, estipulou-se 8 diferentes janelas de acumulação dentro da janela de evento com o intuito de identificar se haveriam indícios de que a notícia da entrada de novas componentes do sexo feminino nos conselhos de administração poderia afetar, de alguma forma, um determinado período de dias dentro da janela de evento, especialmente nos dias próximos à veiculação da notícia nos veículos previamente citados.

Ao analisar os valores demonstrados na tabela 2, considerando um nível de confiança de 5%, os resultados obtidos pelo teste T apontam que há indícios de que nas janelas dos dias (-1; +1), (0; +1) e (0; +5) a notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração impacta negativamente o valor das ações das empresas objeto de estudo, considerando os retornos anormais obtidos pelo modelo CAPM. Já o teste de sinais aponta, com o mesmo nível de confiança, de que há significância estatística nos sinais das janelas de evento (-1; +1) e (-1; 0), reforçando, inclusive, o resultado obtido pelo teste paramétrico T na janela (-1; +1). Já os resultados obtidos pelo modelo de mercado, neste caso, estão próximos aos resultados apontados pelo modelo CAPM, apenas diferindo na janela (0, +5), onde o modelo de mercado não aponta significância estatística, enquanto que o modelo CAPM aponta o contrário.

Em suma, os resultados obtidos em ambos os modelos de cálculo e testes paramétricos, especialmente nos dias próximos à data de evento (entre os dias -1 e +1), sugerem que a notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração impacta negativamente no valor das ações das empresas objeto de estudo, fazendo com que se rejeite a hipótese nula de que a notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração não causaria reflexos no valor das ações das companhias. Além disso, tais resultados reforçam a teoria de eficiência de mercado, onde trabalha-se com a premissa de que o mercado reage de maneira imediata à veiculação de notícias relacionadas às empresas.

Comparando os resultados obtidos no estudo de Sudeck e Iatridis (2014) com os resultados deste estudo de evento, no estudo realizado pelos referidos autores foram encontradas evidências nos dias +3 e +4, com níveis de confiança de 5% e 10%, respectivamente, bem como na janela (0; +10), com significância de 5%, de que a notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração impacta positivamente no valor das ações das empresas Alemãs objeto de estudo, enquanto

que nesse estudo as evidências apontam para um impacto concentrado nos dias -4, 0 e +1 e nas janelas de evento que compreendem os dias (-1; +1), (0; +1) e (0; +5), sendo esse impacto negativo, diferente do estudo anterior. Contudo, ao comparar com estudos realizados no Brasil, o estudo realizado por Margem (2013) indica evidências, com significância de 1%, de que a presença de mulheres nos conselhos de administração impacta negativamente no desempenho operacional da empresa, estando coerente com os resultados apresentados por este estudo.

Em relação aos resultados obtidos e acerca das limitações deste estudo, é importante ressaltar que alguns fatores exógenos podem impactar os resultados obtidos. O primeiro diz respeito ao perfil das mulheres que passaram a ocupar os conselhos de administração das companhias estudadas. Ao coletar os eventos, foi possível identificar que algumas das notícias veiculadas faziam menção ao histórico de envolvimento político de algumas mulheres, ou até mesmo de sua participação em outras companhias anteriormente, o que pode influenciar a percepção de risco dos acionistas em relação à nova componente do conselho de administração. Outro fator importante é o fato de que a eleição dos conselhos de administração ocorre de forma conjunta, ou seja, geralmente não ocorre a eleição de apenas um conselheiro individualmente, e sim a eleição de 2 ou mais conselheiros para ocupar as cadeiras dos conselheiros anteriores. Dessa forma, por mais que o foco da notícia não esteja direcionado para os demais conselheiros, o fato de outros conselheiros ingressarem simultaneamente no conselho de administração pode influenciar a percepção de risco dos acionistas. Tal limitação fica mais evidente ao analisar-se os títulos das notícias, relacionados no apêndice B deste estudo.

Assim, na próxima seção será apresentado um breve resumo dos resultados obtidos, bem como as limitações do estudo e sugestões para as próximas pesquisas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crescente participação de mulheres no mercado de trabalho, bem como na alta gestão das companhias, constituiu-se na principal motivação desse estudo, cujo principal objetivo geral era avaliar se a notícia da entrada de novas componentes do sexo feminino nos conselhos de administração geraria algum impacto, seja ele positivo ou negativo, no valor das ações das companhias objetos de estudo.

Como principais resultados, foi possível identificar que há fortes evidências de que o anúncio da entrada de mulheres nos conselhos de administração gera um impacto negativo nas ações das empresas, sendo essas evidências atestadas pelos modelos probabilísticos paramétricos e não paramétricos utilizados como base de cálculo para o referido estudo.

Ao analisar os retornos anormais, identificou-se que nos dias 0 e 1, ou seja, na data do evento e no dia posterior ao evento, foram encontradas evidências, com significância de 5%, de que a entrada de mulheres nos conselhos de administração gerou impacto negativo nos valores das ações, sendo essa evidência comprovada estatisticamente pelo teste T, e confirmada no dia 0 pelo teste Z de sinais, que apontou que, com 5% de significância, os dias 0, -2 e -5 apresentaram diferença entre os retornos anormais positivos e negativos.

Dando continuidade, ao verificar os retornos anormais acumulados nas janelas de evento, foi possível identificar que as janelas (-1; +1), (0; +1) e (0; +5), ou seja, as janelas que ficam muito próximas à data do evento, especialmente nos dias que se seguem, mostraram significância estatística de 5% no teste T, reforçando os indícios de que a entrada de mulheres nos conselhos de administração trazem impactos negativos para as ações das companhias. Novamente, tais evidências foram reforçadas nas janelas de (-1; 0) e (-1; +1) pelo teste de sinais, que confirmou a diferença entre os retornos anormais acumulados ocorridos nos referidos períodos também com confiança estatística de 5%.

Conforme abordado anteriormente, tais resultados levam ao alcance dos objetivos propostos pelo estudo e à rejeição da hipótese nula de que a notícia da entrada de mulheres nos conselhos de administração não traria impactos ao valor

das ações, uma vez que, diante dos resultados apresentados pelos modelos estatísticos, há evidências em alguns períodos da janela de evento de que a entrada de mulheres impactou negativamente no valor das ações das companhias.

Ao refletir sobre os motivos para a ocorrência de tais resultados, pode-se apontar alguns fatores que não foram considerados neste estudo de evento, e que eventualmente poderiam impactar na percepção de risco do mercado, levando à um eventual pessimismo por parte dos acionistas. Como fatores, é possível citar o perfil das mulheres cuja entrada foi anunciada pelos veículos de comunicação, sendo que algumas, por exemplo, possuíam grande influência política, bem como outras passagens por conselhos de administração de outras companhias, o que poderia criar um viés na percepção de risco dos acionistas. Além disso, embora o foco da notícia seja a entrada de uma mulher no conselho de administração, geralmente as nomeações em conselhos de administração ocorrem em conjunto, sendo nomeados mais de um conselheiro simultaneamente, o que pode fazer com que as outras nomeações simultâneas possam influenciar nos retornos das ações das empresas, podendo distorcer os resultados obtidos.

Como limitações para o estudo, além das apresentadas anteriormente, é importante ressaltar a pequena quantidade de eventos em virtude do baixo volume de notícias relacionadas às eleições dos conselhos de administração, o que dificulta a análise dos resultados obtidos e, eventualmente, o alcance de níveis de confiança estatísticos ainda maiores para o estudo realizado.

Como pode ser observado, tal estudo deve ser ampliado, considerando outras variáveis envolvidas e que, porventura, possam impactar na percepção de risco por parte dos acionistas, tais como o perfil das mulheres cuja entrada nos conselhos foi noticiada, bem como fatores relacionados à sua trajetória pessoal e profissional. Além disso, pode-se realizar um comparativo entre o impacto do anúncio da entrada de mulheres nos conselhos de administração e o impacto do anúncio de novos componentes do sexo masculino nos conselhos, identificando se o mercado recebe de maneira distinta a entrada de novos componentes de um ou de outro sexo, ou se a percepção de risco é semelhante.

Além disso, sugere-se ainda a elaboração de estudos mais amplos voltados para a participação de mulheres na alta gestão das companhias, onde seria possível estudar a influência de mulheres nas diretorias das companhias, ou, até mesmo, comparar os resultados financeiros obtidos pelas companhias durante a gestão de mulheres com os resultados financeiros obtidos pela gestão de pessoas do sexo masculino, identificando eventuais diferenças entre os períodos estudados.

WOMEN ENTRY NEWS IMPACT ON BOARDS OF DIRECTORS:

AN EVENT STUDY

ABSTRACT

The board of director is one of the main mechanisms of corporate governance. Because its relevance, studies seek understand the profile its members and draw a parallel between their diversity and companies results. This study aims investigate the impact of the news of a new women member in the board of directors have in company value at BM&FBOVESPA. The issue is of fundamental importance, considering the concern of investors about the composition of the senior management of the company, as well as due to the growing debate about gender diversity and growth of women's participation in the labor market. In this event study, we analyzed 30 reports published between the years 2002 and 2016, announcing the entry of women in the 25 boards of different companies listed on the BM & FBOVESPA. The results of the statistical tests bring evidence that the announcement of women entering into the boards has a negative impact of 0.69% on the value of company stock on the date of the event and 0.73%, also negative, on the following day the date of the event. Furthermore, analysis of the cumulative abnormal returns presents evidence that such negative reflection occurs, significantly, between the day preceding the date of the event and the fifth day following the date of the event.

Keywords: Board of Directors. Women in the Councils. Diversity Council. Women in Management.

REFERÊNCIAS

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

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações.** Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 27/05/2016.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B.; **Measuring security price performance.** Journal of Financial Economics, v. 8, n.3, 1980.

_____. **Using Daily Stock Returns. The case of Event Studies.** Journal of Financial Economics, v. 4, p.3-31, 1985.

BRUÈRE, A. J.; SILVA, W. M.; SANTOS, J. F.. **Aspectos da governança corporativa de empresas lista na Bovespa: Um estudo exploratório sobre a composição e perfil dos conselhos de administração.** BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos. 4(2):149-159, maio/agosto, 2007.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Estudo de Eventos: Teoria e operacionalização.** Caderno de Pesquisa em Administração, V.10 n.3, p. 1-20. São Paulo, jul./set.-2003.

CAMPBELL, J.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. **The Econometric of Financial Markets.** New Jersey: Princeton University Press, 1997.

DALTON, D. R.; DALTON, C. M. **Women and corporate boards of directors: The promise of increased, and substantive, participation in the post Sarbanes-Oxley era.** Business Horizons, 53(3), 257–268, 2010.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. **Conselhos de administração: Análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras.** Revista de Administração Contemporânea. vol.6 no.2 Curitiba Mai/Ago. 2002.

ERHARDT, N. L.; WERBEL, J. D.; SHRADER, C. B.. **Board of director diversity and firm financial performance.** Corporate Governance; v.11, n.2. Oxford, UK: Blackwell Publishing, April, 2003.

GITMAN, L. J.. **Princípios de Administração Financeira.** 12. ed. São Paulo: Pearson, 2010.

HUSE, M.; NIELSEN, S.. **The contribution of women on boards of directors: going beyond the surface.** Corporate Governance: An international Review, v. 18, n. 2, p. 136-148, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC).
Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. São Paulo, SP:
IBGC, 2015.

_____. **Relatório de Mulheres na Administração das Empresas
Brasileiras Listadas – 2010 e 2011**. São Paulo, SP: IBGC, 2011.

IJAS, J.. **The Impact of Board Gender Diversity on Corporate
Responsibility Performance in the FTSE 100**. Dissertação: (Mestrado em
Governança Corporativa e Ética nos Negócios). Brubeck College, University of
London, 2012.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H.. **Theory of the Firm: Managerial
behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics,
v.3, p.305-360, 1976.

JÚNIOR, C. P. S.; MARTINS, O. S.. **Mulheres no conselho afetam o
desempenho financeiro? Uma análise da representação feminina nas
empresas listadas na BM&FBOVESPA**. XV Congresso USP de Controladoria e
Contabilidade. Anais. 2015.

KIEL, G. C.; NICHOLSON, G. J.. **Board Composition and Corporate
Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of
corporate governance**. Corporate Governance; v.11, n.3. Oxford, UK: Blackwell
Publishing, July, 2003.

KLÜCK, S. J. **Diversity in the Board of Directors - The effect of women on
firm performance and the gender quota law: a twofold empirical research**.
Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam, July, 2012.

LODI, J. B.. **Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho
de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARGEM, H. R.. **Participação das mulheres no conselho de
administração e diretoria, valor e desempenho das companhias de capital
aberto**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Fundação
Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2013.

MARKOWITZ, H. **Portfolio Selection**. Journal of Finance, 7, 77-91, 1952.

MICHAEL, M. L.; MURPHY, S. A.; MITCHELL, P.. **The top team: examining
board composition and firm performance**. Corporate Governance: The
international journal of business in society. Vol. 7 Iss: 5, pp.547 – 561, 2007.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Corporate Governance**. 2nd edition.
Cambridge, MA: Blackwell Business, 2001.

ROVERS, M. L.. **Women on boards and firm performance**. Journal of
Management and Governance, 17(2), 491–509. Aug 2011.

SANTOS, G. Z. dos. **Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa.** 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C.. **Estudo de Eventos: o método e as formas de cálculo do retorno anormal.** In: XXVI Encontro de Programas de Pós-Graduação em Administração (EnANPAD). Anais. Salvador, 2002.

SILVEIRA et al. **Adesão à práticas de governança corporativa e a percepção de risco das ações pelo mercado.** In: XXIX Encontro Nacional de Engenharia de Produção (ENEGEP). Anais. 2009.

SUDECK, K.; IATRIDIS, G. **Female board appointments and stock market reactions: evidence from the German stock market.** Investment Management and Financial Innovations, v.11, Issue 3, 2014.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. de. **Governança Corporativa e a Reação do Mercado de Capitais à Divulgação das Informações Contábeis.** Revista de Contabilidade e Finanças - USP, vol. 17, n.42, p.35-49. São Paulo, 2006.

ZANOTELLI, S. **Influência do conselho de administração no retorno dos bancos brasileiros de capital aberto.** 2014. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

APÊNDICE A – QUADRO RESUMO DAS PESQUISAS SOBRE MULHERES EM CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

Titulo	Tema	Origem	Autor	Ano	Principais Objetivos	Alguns Resultados
Aspectos da GC de Empresas Listadas na Ibovespa: Um Estudo Exploratório Sobre a Composição e Perfil dos Conselhos de Administração	Perfil Conselho	Nacional	Bruére et al	2007	Analisar a composição dos conselhos de administração de empresas listadas no Ibovespa em 2004, pertencentes aos setores de Alimentos & Bebidas e Energia Elétrica. 434 conselheiros em 61 empresas.	Resultados revelam predominância do sexo masculino (91,9%); 7% dos conselheiros sequer possuem graduação.
Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance	Perfil do CA e resultado	Internacional	Kiel e Nicholson	2003	Estudadas relações entre demografia e desempenho corporativo em 348 das maiores empresas de capital aberto da Austrália e descritos os atributos dessas empresas e suas placas. Objetivo de verificar se atributos demográficos ou tamanho influenciam nos resultados das empresas.	Encontradas evidências de que o tamanho do CA é positivamente correlacionado com o valor da empresa. Encontrada também uma relação positiva entre a proporção de diretores dentro e a medida de desempenho da empresa baseado no mercado.
Board of Director Diversity and Firm Financial Performance	Participação de Mulheres e minorias e Valor da Empresa	Internacional	Erhardt et al	2003	Analisar a relação entre a diversidade demográfica nos CAs com o desempenho financeiro da empresa. Foram utilizados dados de desempenho financeiros (retorno sobre o ativo e investimento) entre 1993 e 1998, e o percentual de mulheres e minorias nos conselhos de administração de 127 grandes empresas dos EUA .	Análises de correlação e regressão indicam que a diversidade está positivamente associada a esses indicadores financeiros de desempenho.
Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras	Perfil do CA	Nacional	Dutra e Saito	2002	O trabalho visa a identificar o perfil dos conselhos de administração de 142 companhias brasileiras listadas na Bolsa de São Paulo, a partir de dados do encerramento do exercício de 1999. Foi avaliado o grau de independência do conselho de administração em relação aos acionistas controladores.	Os resultados indicaram que os órgãos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores e que há indícios de baixa utilização dos mecanismos de voto à disposição dos minoritários.
Corporate Governance, Board Diversity and Firm value	Participação Mulheres e Minorias e Valor da Empresa	Internacional	Carter et al	2003	Examinar a relação entre diversidade do conselho e o valor das empresas. Foi escolhida amostra de 1000 empresas da Fortune.	Foram encontradas significantes relações positivas entre o percentual de minoridades e mulheres no conselho e o valor da empresa. Quanto maior o conselho e a empresa, maior % mulheres. Quando entram novos componentes, diminui participação de mulheres.
Diversity in the Board of Directors: The effect of women on firm performance and the gender quota law	Participação de mulheres no CA e resultado das empresas	Internacional	Kluck	2012	O artigo investiga o impacto das mulheres nos CA no desempenho das empresas entre 2007 e 2011 na Alemanha, Países Baixos, França e Espanha. Além disso, um estudo de evento é realizado nas reações dos preços das ações nos 5 dias que cercam as datas do evento na Espanha e França.	Em um primeiro momento, foi evidenciado que a presença de mulheres influenciou positivamente no resultado das empresas. Contudo, o estudo de eventos encontra um impacto negativo significativo sobre os retornos de ações para 15 de Março de 2007, na Espanha e em 03 de dezembro de 2009, na França, que são as datas em que uma possível lei de cotas de gênero foi anunciada. No fim, a presença de mulheres nos CA levar a queda de valor econômico.

Titulo	Tema	Origem	Autor	Ano	Principais Objetivos	Alguns Resultados
Female board appointments and stock market reactions: evidence from the German stock market	Noticia da entrada de Mulheres em conselhos de Adm	Internacional	Sudeck e Iatridis	2014	O estudo examina as nomeações em conselho do sexo feminino entre 2007 e 2012, em empresas Alemãs. Posteriormente, um estudo de evento é realizado cobrindo 30 anúncios de nomeações do conselho do sexo feminino durante este período.	Resultado demonstra reação significativamente positiva do mercado de ações para o anúncio de mulheres que entram no CA, sugerindo que os investidores em média, acreditam que os diretores do sexo feminino agregar valor. Além disso, este estudo descobriu que a divulgação de informações sobre nomeações em CA do sexo feminino antes da nomeação oficial tende a influenciar positivamente de forma significativa o valor das ações.
Independência do conselho de adm e sua relação com o desempenho da empresa	Independência do conselho e resultado da empresa	Nacional	dos Santos	2002	Estudo procurou identificar a existência de relação de independência do CA e o desempenho da empresa a partir da análise da estrutura dos conselhos e de indicadores de crescimento e lucratividade das empresas.	Os resultados não encontraram relação entre independência do CA e o desempenho das empresas, estando de acordo com os resultados alcançados em trabalhos de outros países. Também não se achou estrutura de CA ideal para a realidade brasileira.
Influência do CA no retorno dos bancos	Perfil do CA e resultado	Nacional	Zanotelli	2014	Testar as características dos CA de 20 bancos com capital aberto entre 2007 e 2013 e detectar a influencia disso no ROA, ROE e RMV.	Presença de mulheres influenciou positivamente o ROA. Menores níveis de governança influenciam negativamente ROA e ROE, enquanto que níveis maiores influenciam positivamente. Mais conselheiros (quantidade), mais resultados.
Mulheres no CA afetam o desempenho financeiro?	Influencia de mulheres no CA das empresas	Nacional	Júnior e Martins	2015	Objetivo analisar a influência da participação feminina nos CA sobre a performance das organizações. Utilizando uma amostra composta pelas empresas mais líquidas listadas na BMF&Bovepsa, nos períodos de 2010 a 2013, o estudo utilizou as variáveis: percentual de presença feminina e a dummy para presença feminina nos conselhos como proxies para análise da influência feminina.	63% das empresas estudadas não possuem mulheres no CA. Apenas 5,6%, em média, de mulheres no CA das empresas estudadas. Mulheres com maior diversidade de gênero possuem maior desempenho e ROA.
Participação das mulheres no CA e diretoria, valor e desempenho das CIAs de capital aberto	Participação de mulheres no CA e resultado das empresas	Nacional	Margem	2013	Objetivo de identificar se a presença de mulheres no conselho de administração e diretoria gera impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Análise de 658 empresas entre 2002 e 2009.	Os resultados indicam que não existe uma relação estatisticamente significativa entre presença de mulheres no conselho de administração e em cargos de diretoria para o valor das empresas, mas existe uma relação negativa entre presença de mulheres no conselho e desempenho das empresas.
Relatório de participação de mulheres na ADM de empresas brasileiras listadas - 2010 e 2011	Participação de Mulheres no CA	Nacional	IBGC	2011	Países que criaram estudos regulamentaram participação de mulheres. Noruega foi o 1º a colocar quota mínima de mulheres, com mínimo de 40% de mulheres nos CA. Objetivo de quantificar a presença de mulheres nos CA, nas diretorias estatutárias e nos conselhos fiscais das empresas listadas em bolsa no Brasil.	Mulheres ocupam 7,7% das posições dos CA das empresas em 2011, aumentando em relação a 2010. Brasil ocupa posição intermediária em diversidade dos conselhos. 66,33% das empresas não possuíam nenhuma mulher no CA. Observa-se que elas são maioria apenas em 2,64% das empresas. Contudo, diminuiu 4 p.p. o numero de empresas que não possuem mulheres no CA. Novo mercado tem a menor participação de mulheres: 4%. Mulheres como presidentes do CA: 3,9%, com aumento nos últimos anos, com bom nível em relação a outros países. IBGC indica nas melhores práticas part. de mulheres. Até 2016, IBGC estima 10% de participação de mulheres no CA e até 2022, 40%.

Título	Tema	Origem	Autor	Ano	Principais Objetivos	Alguns Resultados
The Contribution of Women on Boards of Directors: Going Beyond the Surface	Participação de mulheres no CA	Internacional	Nielsen e Huse	2010	O artigo vai além da demografia e abre a "caixa preta" do comportamento do CA baseado em teorias das diferenças de gênero e grupo.	Os resultados sugerem que a proporção de mulheres na direção é positivamente associado com o controle estratégico do CA. Além disso, os efeitos positivos das mulheres diretoras sobre a eficácia do CA são medidas através do aumento das atividades de desenvolvimento e através da redução de conflitos.
The Impact of Board Gender Diversity on Corporate Responsibility Performance in the FTSE 100	Participação de mulheres no CA e desempenho	Internacional	Ijas	2012	O objetivo foi o de esclarecer se existe uma relação entre diversidade de gênero do CA e responsabilidade corporativa no FTSE 100 empresas. Utilizando dados de 2011, RC foi dividida em quatro sub-áreas: social, ambiental, empresarial, governança e responsabilidades financeiras.	O estudo encontrou relação significativa entre diversidade de sexo e RC, RS e RF. Pesquisa sugere que as empresas que possuem mulheres no CA são mais bem sucedidos no cumprimento de RC, tanto financeiras quanto não-financeiras. No entanto, a pesquisa também prevê que a representação feminina nos conselhos não é o único fator que influencia a RC, e não houve significância entre a representação feminina e de governança corporativa ou aspectos ambientais.
Women and corporate boards of directors: The promise of increased, and substantive, participation in the post Sarbanes-Oxley era	Participação de mulheres no CA	Internacional	Dalton e Dalton	2010	Analisar a participação de mulheres nas empresas listadas na Fortune 500, antes e depois da era SOX.	Aumentos são particularmente notáveis no período pós SOX.
Women in the boardroom and their impact on governance and performance	Participação de mulheres no CA e desempenho	Internacional	Adams e Ferreira	2009	Verificar o impacto das mulheres nos CA e seu impacto na governança e performance.	Mulheres são mais propensas a participar de comissões de acompanhamento. No entanto, o efeito médio da diversidade de gênero no desempenho da empresa é negativo. Este efeito negativo é impulsionado por empresas com menos defesas contra aquisições. Resultados sugerem que a obrigatoriedade quotas de gênero para os diretores podem reduzir o valor da empresa para as empresas bem governadas.
Women on boards and firm performance	Participação de mulheres no CA e desempenho	Internacional	Rovers	2011	O estudo analisa o desempenho financeiro das empresas holandesas com e sem mulheres em suas diretorias, através da análise de 99 empresas listadas no Índice de conselho feminino Holandês.	Resultados mostram que as empresas com diretoras possuem desempenho melhor do que aqueles sem mulheres em seus CA. No entanto, o impacto sobre as decisões tomadas e, posteriormente, desempenho financeiro é difícil de medir porque muitos fatores afetam o desempenho da empresa.

APÊNDICE B – EVENTOS, RESPECTIVAS DATAS E TÍTULOS DAS NOTÍCIAS

EMPRESA	DATA DA NOTICIA	TÍTULO DA NOTÍCIA
Eletrobrás	09/07/2016	Novo Conselho de Administração da Eletrobras será anunciado no dia 22
Marcopolo	28/04/2016	Caixa-Forte: Marcopolo elege novo Conselho de Administração
Petrobrás	29/02/2016	Betânia Rodrigues Coutinho substituirá Deyvid Bacelar no conselho da Petrobras
Magazine Luiza	18/11/2015	Os Trajano comandam conselho e operação do Magazine Luiza
BB Seguridade	23/10/2015	Mapfre SA anuncia sua primeira conselheira brasileira
Restoque	04/05/2015	Sônia Hess deixará a presidência da Dudalina
Bovespa	27/03/2015	Denise Pavarina, do Bradesco, será a primeira conselheira da BM&FBovespa
Banco do Brasil	09/03/2015	Juliana Donato vence segundo turno da eleição para o Caref no BB
Light	06/03/2015	Cemig renova diretoria executiva
Oi	29/11/2014	Oi convida Robin Bienenstock para o futuro Conselho de Administração da Corpco
Natura	11/09/2014	Natura indica Silvia Lagnado para vaga em Conselho
Santander	10/09/2014	Ana Botín deve ser nomeada para Conselho do Santander na Espanha, dizem fontes
Paranapanema	25/04/2014	Paranapanema renova conselho e Tini perde espaço
Banco da Amazônia	28/02/2014	Conselho de Administração do Basa tem sua primeira mulher
Santander	28/01/2014	Santander aprova nome de Sheila Bair como conselheira independente do banco
Arezzo	17/07/2013	Arezzo muda conselho de administração
Totvs	24/01/2013	Maria Helena Santana, ex-CVM, integrará conselho da Totvs
OGX	30/05/2012	Ellen Gracie é eleita nova integrante do Conselho da OGX
JBS	14/02/2012	Cristiana Arcangeli é a nova conselheira do Grupo Friboi
Petrobrás	09/02/2012	Conselho aprova Graça Foster na presidência da Petrobras
LLX/PRUMO	20/10/2011	LLX quer Ellen Gracie no conselho de administração
Petrobrás	22/07/2011	Miriam Belchior confirma que é nova integrante do Conselho da Petrobras
Gerdau	27/04/2011	Minoritário elege conselheiro na General Shopping e Gerdau
Banco Panamericano	11/11/2010	Presidente da Caixa assume conselho de administração do PanAmericano
Eletrobrás	11/08/2009	Eletrobras elege nova conselheira
Sanepar	06/05/2008	Oposição critica governo por nomear Delazari para Conselho da Sanepar
Medial Saúde	10/01/2007	Betânia Tanure é a nova conselheira de administração da Medial Saúde
EDP	26/04/2006	Energias do Brasil elege Conselho de Administração
Petrobrás	02/01/2003	Dilma Roussef presidirá Conselho da Petrobras
Copel	06/12/2002	Justiça manda reintegrar conselheira da Copel