



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E  
CONTABILIDADE  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E  
CONTROLADORIA  
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

ADRIANO FLECK DE PAULA PESSOA

PARTICIPAÇÃO FEMININA NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E  
PERFORMANCE EMPRESARIAL NO BRASIL

FORTALEZA  
2019

ADRIANO FLECK DE PAULA PESSOA

**PARTICIPAÇÃO FEMININA NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E  
PERFORMANCE EMPRESARIAL NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará válido como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Daniel Barboza  
Guimarães

Co-orientador: Prof. Dr. Leandro  
Almeida Rocco

FORTALEZA  
2019

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal do Ceará  
Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

---

- P567p Pessoa, Adriano Fleck de Paula.  
Participação Feminina no conselho de Administração de Performance Empresarial no Brasil / Adriano Fleck de Paula Pessoa. – 2019.  
50 f.
- Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2019.  
Orientação: Prof. Dr. Daniel Barboza Guimarães.  
Coorientação: Prof. Dr. Leandro Almeida Rocco.
1. Participação Feminina. 2. Conselho de Administração. 3. Governança Corporativa. 4. Teoria da Agência. 5. Performance Empresarial. I. Título.

CDD 658

---

**ADRIANO FLECK DE PAULA PESSOA**

**PARTICIPAÇÃO FEMININA NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E  
PERFORMANCE EMPRESARIAL NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará válido como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Daniel Guimarães Barboza

Aprovado em: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_\_\_

**BANCA EXAMINADORA:**

---

Prof. Dr. Daniel Guimarães Barboza (Orientador)  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Prof. Dr. Leandro Almeida Rocco (Co-orientador)  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Maria Naiula Monteiro da Silva  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Dedico este trabalho a deus, ao meu querido irmão, Fernando (in memoriam) e à minha avó Benedita (in memoriam), que infelizmente nos deixou há pouco tempo.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha avó, Benedita, falecida recentemente e que continua a cuidar de mim. À minha mãe, Eni, por todo o carinho e apoio de todos os momentos, e ainda pelo seu exemplo de vida. Ao meu pai, José Manoel, pelo apoio e estímulo oferecidos. Ao meu saudoso irmão que nunca deixará de se fazer presente em minha vida. À minha irmã, Manoela, pela constante ajuda e conselhos. Ao meu cunhado, Gabriel, pela ajuda e amizade. Aos meus tio Álvaro e Fátima pela ajuda e atenção em vários momentos da nossa vida.

Aos meus professores orientadores, Daniel Barboza e Leandro Rocco, pelos ensinamentos, atenção e dedicação que me ofereceram ao longo deste trabalho.

À professora Naiula Monteiro, pela participação e contribuições desde o início deste projeto.

A todos os professores do curso, que foram tão importantes na minha vida acadêmica e no desenvolvimento desta dissertação.

Ao Ítalo, grande amigo e irmão que ganhei neste curso. Agradeço por toda a ajuda e apoio oferecidos, desde o início até o final, e que foram de grande importância ao longo desses anos.

À Andressa, pela ajuda que sempre me ofereceu e parceria nos trabalhos.

À Marusa, amiga para todos os momentos e que muito me apoiou.

A todos os demais colegas do mestrado pela contribuição acadêmica e amizade. Agradeço em especial: Alan Kardec, Mara Rosália, Gilliard, Jacinta, José Welliton.

À Universidade Federal do Ceará (UFC), ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC) e à Faculdade de Economia, Administração, Atuárias e Contabilidade (FEAAC) pelo apoio acadêmico.

Aos demais colegas e amigos que, direta ou indiretamente, contribuíram para o sucesso do curso.

“Por vezes sentimos que aquilo que  
fazemos não é senão uma gota de água  
no mar. Mas o mar seria menor se lhe  
faltasse uma gota”.

(Madre Teresa de Calcutá)

## RESUMO

A participação feminina no mercado de trabalho vem crescendo nas últimas décadas. Advoga-se que quando mulheres exercem cargos de importância corporativa, como nos conselhos de administração de companhias de capital aberto, há resultados positivos em relação à performance empresarial. No presente estudo, utiliza-se a Teoria da Agência como fundamentação teórica. Este trabalho tem por objetivo geral investigar a relação entre a participação feminina no conselhos de administração e a performance empresarial das empresas listadas na B3 S.A.. Para isso, foi feita uma pesquisa descritiva, de natureza quantitativa, com a aplicação de testes estatísticos de Análise de Correspondências (Anacor) e a estimação de um modelo por Regressão Linear Múltipla de mínimos dos quadrados ordinários, de dados em painel de efeitos fixos e método generalizado dos momentos com estimador de Arellano-Bond. Foi utilizada uma amostra composta pelas empresas listadas na B3 S.A. no período de 2012 até 2017. O estudo se justifica pela importância cada vez maior que a diversidade de gênero vem ganhando em âmbito nacional e internacional e os benefícios que a maior participação feminina nos conselhos de administração oferecem para a performance empresarial. Além disso, o trabalho buscou utilizar de diferentes abordagens, operacionais e financeiras, para a análise da performance empresarial. Os resultados da Anacor mostraram uma correspondência positiva entre a participação feminina e as dimensões de performance empresarial. Quanto às regressões, os resultados não indicaram relação estaticamente significativa entre a presença de mulheres no conselho de administração e os resultados financeiros e operacionais das empresas e o valor de mercado.

**Palavras-chave:** Participação Feminina. Conselho de Administração. Governança corporativa. Teoria da Agência. Performance Empresarial.



## ABSTRACT

Female participation in the labor market has been increasing in recent decades. It is stated that when women hold positions of corporate importance, such as boards of directors of public companies, there are positive corporate performance results. This study is based under the Agency Theory and has the objective to investigate the relationship between women in the boardroom and the corporate performance of companies listed in B3 (Brazil, Stock Exchange and Over-the-Counter Market). It was proceed the application of the statistical tools Correspondence Analysis (Anacor) and Multiple Linear Regression – OLS, fixed-effects panel data and GMM - involving the period from 2012 to 2017. The study is supported by the increasing importance that gender diversity is gaining nationally and internationally and the benefits that greater female participation in the boards of directors offers for corporate performance. In addition, this sttudy sought to use different approaches to measure operational and financial performance. Positive results has been achievied when Anacor was used. However the regressions analysis implied no statistic significance in the relationship between women in the boradroom and corporate performance.

**Keywords:** Women in the Boardroom. Board of directors. Corporate Governance. Agency Theory. Corporate Performance.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo de estudos anteriores.....	21
Quadro 2 - Variáveis dependente e descrição das dimensões do desempenho empresarial para a pesquisa.....	28
Quadro 3 – Variáveis de controle .....	29
Quadro 4 - Caracterização de variáveis não-métricas para a Anacor .....	30

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva de todas as variáveis utilizadas neste estudo de 2012 a 2017 .....	29
Tabela 2 – Teste Qui-quadrado .....	31
Tabela 3 - Participação feminina conforme setor de atuação empresarial .....	31
Tabela 4 – Tabela cruzada entre participação feminina e o tamanho das empresas.....	31
Tabela 5 – Tabela cruzada entre participação feminina e o desempenho operacional de eficiência.....	32
Tabela 6 – Tabela cruzada entre participação feminina e o desempenho operacional de atividade.....	33
Tabela 7 – Tabela cruzada entre participação feminina e o ROE .....	34
Tabela 8 – Tabela cruzada entre participação feminina e o ROA .....	35
Tabela 9 – Estimações entre PF e ROA .....	37
Tabela 10 – Estimações entre PF e VM .....	39
Tabela 11 – Estimações entre PF e Eficiência.....	40

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o tamanho das empresas .....	32
Figura 2 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o desempenho operacional de eficiência .....	33
Figura 3 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o desempenho operacional de atividade .....	34
Figura 4 - Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o tamanho das empresas .....	35
Figura 5 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o tamanho das empresas .....	36

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ATIV	Atividade
B3	Brasil, Bolsa e Balcão
CA	Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
EFIC	Eficiência
END	Endividamento
ENDT	Endividamento Total
GOV	Governança Corporativa
LUC	Lucratividade
MGM	Método Generalizado dos Momentos
MQO	Mínimo dos Quadrados Ordinários
PF	Participação Feminina
POLS	<i>Pooled ordinary least squares</i>
ROA	Return on Assets
ROE	<i>Return on Equity,</i>
SET	Setor
STATA	<i>Data Analysis and Statistical Software</i>
TAM	Tamanho
VM	Valor de mercado

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	13
1.1 Contextualização .....	13
1.2 Problema de estudo.....	14
1.3 Objetivos.....	15
<b>2 REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	18
2.1 Governança Corporativa e Performance Empresarial.....	18
2.2 Participação Feminina no Conselho de Administração e Performance Empresarial .....	19
<b>3 PROPOSTA METODOLÓGICA</b> .....	24
<b>4 DADOS</b> .....	27
<b>5 RESULTADOS</b> .....	38
<b>6 CONCLUSÃO</b> .....	43
<b>7 REFERÊNCIAS</b> .....	45

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

A estrutura de propriedade e a gestão das firmas sempre foi origem de importantes discussões. Na primeira metade do século XX, em 1932, Berle e Means desenvolveram um estudo pioneiro sobre a composição acionária das empresas de capital aberto mais relevantes dos Estados Unidos e o impacto dos conflitos de interesse que estas estruturas de propriedade pulverizada possuíam nos seus valores de mercados. Esse trabalho indicou a importância de se haver uma separação entre os detentores da propriedade da empresa e os responsáveis pela sua gestão, que, em tais corporações, existisse um órgão que pudesse reduzir os conflitos entre os interesses destes grupos. Diante disso, surgiu a ideia de uma governança corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2008).

A governança corporativa tem como um dos seus principais propósitos o monitoramento da performance financeira de empresas. Para as companhias de capital aberto, uma estrutura de governança corporativa está associada à garantia dos direitos de propriedade e estímulo de um melhor ambiente para incentivar a alocação mais eficiente de recursos (FERREIRA *et al.*, 2013). Exercendo importante papel para essa finalidade, o conselho de administração direciona a estratégia empresarial e influencia as decisões dos executivos (WESTPHAL; ZAJAC, 1995). Conforme Gompers, Ishii e Metrick (2003), em estudo feito sobre os impactos da governança corporativa na performance empresarial, verificou que houve uma forte correlação entre essa e os retornos de empresas de capital aberto dos Estados Unidos durante a década de 1990.

O conselho de administração, como o nome indica, exerce um trabalho de aconselhamento junto ao corpo executivo das empresas, buscando um alinhamento entre os interesses de acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma companhia (SILVEIRA; BARROS; FAMA, 2003). Esse órgão atua de forma discreta para o público, uma vez que é difícil de observar suas ações no dia-a-dia da empresa, no entanto, é o principal responsabilizado quando fraudes acontecem, como observado nos escândalos da Enron, Worldcom e Parmalat (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). Dentre as funções que esse órgão possui para evitar tais problemas, destacam-se: contratação, demissão e assessoramento de executivos; assessoramento e escolha do planejamento da empresa; controle e acompanhamento da execução deste planejamento e ser representante dos interesses do principal (RODRIGUES; SEABRA, 2011).

Nesse contexto, destaca-se a abordagem da Teoria da Agência formalizada por Fama e Jensen (1983) a qual defende os interesses do principal (proprietários) frente ao possível oportunismo dos agentes (direção). Ou seja, os autores argumentam que há um conflito entre os interesses dos que administram a empresa e os seus proprietários, e que, portanto, há a necessidade de um órgão que possa evitar, ou pelo menos minimizar, tais divergências. Dessa forma, o conselho de administração exerce o papel de assessoramento sobre a governança corporativa para que esta possa de fato monitorar e controlar o desempenho econômico, bem como outras questões relevantes da organização, visando sempre o alcance dos objetivos estabelecidos (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). Sendo assim, o conselho de administração funcionaria assim como o instrumento central das mudanças na governança (FORBES; MILIKEN, 1999), logo, a sua composição é fundamental para o desenvolvimento das estratégias da organização no sentido de que se valorizarem perante mercado, acionistas e sociedade (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; ANDRES; VALLELADO, 2008).

Isto posto, a literatura traz evidências empíricas de que empresas com conselhos com maior participação feminina possuem resultados diferentes de outras que possuem apenas homens (ERHARDT; WERBEL; SHRADER, 2003; KANG; CHENG; GRAY, 2007; CAMPBELL; MINGUEZ-VERA, 2008; LIU; WEI; XIE, 2013). Outros estudos demonstram que mulheres diretoras de conselhos de administração possuem maior impacto na performance e governança corporativa das organizações, uma vez que possuem melhor empenho e diferentes percepções comparativamente aos homens (ADAMS; FERREIRA, 2009) e que as mulheres representam melhor as necessidades de todos os *stakeholders* (BIGGINS, 1999).

Nos últimos anos, essa temática tem dado origem há alguns trabalhos nacionais que investigam a participação feminina nas empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores brasileira. Contudo, torna-se relevante mais estudos, tendo em vista que os proprietários podem ter seus objetivos alcançados com um conselho de administração que possua uma maior diversidade de gênero na sua composição. Destarte, com o presente trabalho pretende-se estudar de forma empírica e com tratamento de mais observações e dimensões em relação aos trabalhos anteriores pesquisados.

## **1.2 Problema de estudo**

Com base na contextualização exposta anteriormente, o presente trabalho está conduzido a responder o seguinte questionamento: Qual a relação entre a participação



feminina no Conselho de Administração e a performance empresarial em empresas listadas na B3 S.A.?

### 1.3 Objetivos

Destarte, constitui objetivo geral deste estudo investigar a relação entre a participação feminina no conselho de administração e a performance empresarial em empresas listadas na B3 S.A.

Para propiciar o alcance do objetivo geral, bem como contribuir para que o questionamento de pesquisa seja respondido, são apontados os seguintes objetivos específicos:

- a) Analisar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação a aspectos financeiros da empresa;
- b) Analisar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação ao valor de mercado;
- c) Analisar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação a aspectos operacionais;

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Governança Corporativa é um sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. Ou seja, esse sistema é essencial diante de um cenário onde é cada vez maior a competitividade entre empresas e também maior risco de fraudes. Dessa forma, a composição do conselho de administração é parte importante da estrutura da Governança Corporativa para minimizar esses problemas (ADAMS *et al.*, 2015).

O papel dos membros do conselho de administração das empresas vem ganhando importância nos últimos anos. Em um primeiro momento era voltado apenas para o cumprimento das obrigações legais, mas com esses novos problemas provocados pela globalização e pela nova estrutura global de negócios o papel e as responsabilidades desse órgão ganharam maior importância (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). Portanto, a escolha de pessoas para a composição do conselho é de grande relevância para o sucesso empresarial, assim como a defesa dos interesses dos principais (CARTER; SIMKINS;

SIMPSON, 2003; ANDRES; VALLELADO, 2008). Advoga-se que a maior participação feminina nos conselhos possui uma relação positiva com a performance empresarial (KRISHAN; PARK, 2005).

A análise ora proposta se mostra pertinente, uma vez que é uma questão que ganha importância em âmbito nacional e há estudos internacionais que evidenciam o valor da pesquisa e analisa os benefícios que a maior participação feminina nos conselhos de administração oferece para a performance empresarial. (ERHARDT; WERBEL; SHRADER, 2003; KANG; CHENG; GRAY, 2007; CAMPBELL; MINGUEZ-VERA, 2008; LIU; WEI; XIE, 2013). Nesse sentido, justifica-se por abordar uma temática atual, relevante e pouco explorada em âmbito nacional. Espera-se, assim, contribuir para o aprofundamento e avanço da discussão dessas questões no meio acadêmico, trazendo novas constatações e procurando preencher lacunas ainda existentes; e no meio profissional, pois pretende-se avaliar se a presença de mulheres no conselho de administração de organizações brasileiras contribui para o melhor resultado das empresas.

Este estudo procura abordar aspectos financeiros e não financeiros para a avaliação do desempenho da empresa, uma vez que as medidas financeiras podem ser inadequadas para orientar e avaliar a organização em ambientes competitivos. Nesse sentido, e levando-se em conta a complexidade de se mensurar o desempenho empresarial, a medida ideal requer uma variedade de indicadores, financeiros e não financeiros (McWILLIAMS; SIEGEL, 2001). Neste estudo, os indicadores não financeiros são tratados como indicadores operacionais.

Destarte, a dissertação apresenta uma análise diferenciada, por buscar informações teórico-empíricas sobre a participação feminina no conselho de administração e seus efeitos no desempenho operacional e financeiro em empresas brasileiras. Seus achados poderão servir de base para apoiar uma política de maior diversidade na composição do quadro dos conselhos de grandes empresas nacionais.

Este trabalho está estruturado em sete seções, sendo a primeira introdutória, que concentrou a contextualização do estudo, o questionamento de pesquisa, os objetivos que norteiam o estudo, assim como a justificativa para a sua realização, relacionando as potenciais contribuições do estudo.

Na sequência, é apresentado o referencial teórico da pesquisa, dividido em duas subseções. A princípio, aborda-se a governança corporativa e a sua influência na performance empresarial. Em seguida, é discutido a participação feminina no conselho de administração e performance empresarial por meio de estudos empíricos correlatos acerca da relação entre os

construtos. Para isso, destaca-se o papel do conselho para a governança corporativa. Em seguida, é feita a hipótese da pesquisa a fim de responder ao questionamento que norteia o trabalho e sugere-se o modelo teórico-conceitual do estudo.

Na terceira seção, é exposta a proposta metodológica do trabalho, com a classificação da tipologia da pesquisa, definição da população de pesquisa e dos procedimentos a serem utilizados para a coleta dos dados e operacionalização das variáveis, bem como o tratamento que será adotado para alcance dos objetivos de pesquisa.

A seção seguinte detalha os dados utilizados para o estudo. Foi feita uma abordagem da estatística descritiva e análise de correspondência. Na quinta parte foi realizado o tratamento dos dados com as regressões de MQO, dados em painel e MGM. Por último, foi feita uma conclusão com tudo o que foi abordado neste trabalho.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 Governança Corporativa e Performance Empresarial

Apesar de o conceito da governança corporativa ter surgido ainda na primeira metade do século XX, foi apenas nos anos 80 que essa passou a tomar forma, assim como um maior comprometimento e cobrança do conselho de administração (BORGES; SERRÃO, 2005). Esse campo passou a ser desenvolvido para minimizar os conflitos entre principal e os gestores, como indicado pela Teoria da Agência formalizada por Jensen e Meckling (1976).

Assim, abrange os propósitos dos proprietários; a maximização do retorno total dos proprietários, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim; sistema de controle e fiscalização das ações dos gestores; sistema de informações relevantes e de prestação de contas às partes interessadas nos resultados corporativos e sistema guardião dos ativos tangíveis e intangíveis das companhias (ANDRADE; ROSSETI, 2014). Além disso, também fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios necessários para atingi-los (CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013). Dentre as várias funções, a governança corporativa serve também para assessorar a gestão das organizações e garantir que sua estratégia e práticas estejam de acordo com os proprietários e interessados (JOHNSON; GREENING, 1999).

Ressalta-se que a responsabilidade corporativa é um dos quatro princípios de governança estabelecidos pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015) e, com isso, a companhia consegue obter credibilidade, atrair capital e se diferenciar no mercado (Ferreira, 2004). Dessa forma, a administração executiva da empresa e suas políticas são influenciadas pela governança, por meio de seus mecanismos internos e essa deve direcionar as estratégias da organização para atender os interesses do principal (RODRIGUES; SEABRA, 2011).

Dentre esses mecanismos, destaca-se o conselho de administração, pois é o principal órgão da governança corporativa, sendo capaz de, além de monitorar as ações dos gestores, mitigar os conflitos de agência trazendo os interesses dos *stakeholders* para os objetivos corporativos (JOHN; SENBE, 1998). O objetivo principal do conselho é maximizar o retorno dos investimentos e, para isso, desenvolve questões estratégicas, como a busca de novos

negócios e a criação de vantagens competitivas com foco no longo prazo (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). Dentre suas funções básicas estão a normativa – direcionamento da organização –, administrativa, fiscalização e controle (IBGC, 2015).

A relação entre principal (investidores e acionistas) e os agentes (executivos) é mitigada pelo conselho de administração que procura tratar do problema de agenciamento por meio de aparatos de controle que são estabelecidos em “regras de conduta” (MENDES-DASILVA; GRZYBOVSKI, 2006). Os altos executivos são agentes dos proprietários os quais são contratados e têm dada autoridade de tomada de decisões para administrar a empresa. No caso, os potenciais conflitos de interesses entre a maximização do valor da empresa e os interesses pessoais dos executivos são identificados como problemas de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Dentre as hipóteses de conflitos, está a má gestão dos contratos e das metas estabelecidas entre o proprietário e os agentes e que resultam em perda de lucratividade. Esse problema de gestão é minimizado pelo estabelecimento da governança corporativa que busca trazer e indicar a qualidade da administração como forma de monitorar o comportamento dos administradores com o objetivo de perseguir e obter as metas almejadas para a empresa. Dessa forma, quanto melhor for a governança, melhor é a qualidade das decisões da administração, o que é determinante do nível de desempenho financeiro das empresas. Nesse contexto, o conselho de administração é apontado como principal elo entre a propriedade e a gestão.

Estudos mais recentes apontam as vantagens de uma boa escolha dos membros do CA. Charitou, Georgiou e Soteriou (2017) argumentam que a escolha de pessoas com alto grau de instrução – como doutorado – e grande experiência na área do negócio aumentam o nível de excelência das empresas. Além disso, Rao e Tilt (2015), advogam que a diversidade de gênero no conselho resulta em melhores práticas de responsabilidade social corporativa e que acabam por valorizar mais as companhias por meio de uma melhor reputação perante o consumidor, governo e futuros acionistas. Por isso, ressalta-se a importância da escolha dos seus membros e de sua composição para o sucesso da organização.

Na prática, o *design* institucional do conselho e seus comitês associados desempenham um papel importante na resolução potencial dos problemas da agência que existem entre acionistas e gerentes. Isso pode ocorrer porque o *design* apropriado da estrutura do conselho pode executar uma função de monitoramento eficiente de custos (CONYON, 1997; JENSEN, 1993; WILLIAMSON, 1985).

## 2.2 Participação Feminina no Conselho de Administração e Performance Empresarial

O conselho de administração é o defensor das boas práticas de governança, assim como também é responsável pela orientação geral, definição da estratégia e monitoramento dos planos de ação da organização (IBGC, 2015). Os conselhos de administração também participam da decisão final nas organizações (HENDRY; KIEL, 2004). Destarte, exercem poder substancial e responsabilidade na supervisão das empresas, tendo influência na estratégia que, por sua vez, afeta o desempenho empresarial (FAMA; JENSEN, 1983; LYNALL; GOLDEN; HILLMAN, 2003).

Por isso, é importante ter um quadro com membros capacitados e comprometidos. Além disso, ressalta-se a composição do conselho como um fator de valorização da empresa, pois há uma maior complementariedade de habilidades e diferentes enfoques de cada membro (ANDRES; VALLELADO, 2008; CARTER, SIMKINS; SIMPSON, 2003; FERRERO-FERRERO; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO; MUÑOZ-TORRES, 2015).

Dessa forma, busca-se uma diversidade na composição dos membros do conselho que pode ser de independência, gênero e nacionalidade (HARO-DE-ROSARIO; GÁLVEZ-RODRÍGUEZ; SÁEZ-MARTÍN; CÁBA-PEREZ, 2017). Ressalta-se que o IBGC (2015), em seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, recomenda uma maior diversidade na composição do conselho. Quanto ao gênero, dentre as principais vantagens, destacam-se que as mulheres são capazes de facilitar a tomada de decisões mais complexas e trazem diferentes perspectivas para o conselho em comparação com outros formados apenas por homens (DAILY; CERTO; DALTON, 2000; ROSE 2007).

Alguns trabalhos indicaram que mulheres possuem outras percepções e melhor empenho do que homens (ADAMS; FERREIRA, 2009; RUTHERFOR, 2001). Outros estudos mostram que mulheres possuem maior sentimento altruísta e isso implica em um comportamento organizacional mais sociável e preocupado com outros indivíduos, enquanto que homens são mais individualistas e competitivos (CHODROW, 1974; GILLIGAN, 1982; CAPPELLE; MELO; BRITO, 2004). Isto posto, as mulheres têm uma maior preocupação com os interesses dos proprietários, diferentemente dos homens que focam mais em seus próprios interesses (BIGGINS, 1999; GROSSER; MOON, 2005). O Quadro 1 resume alguns desses estudos e procura indicar as principais variáveis usadas e os resultados. De uma maneira geral, mesmo quando não há uma forte relação entre participação feminina e performance, ter membros femininas no conselho apresenta vantagens em sentido mais amplo, como a reputação, por exemplo (BRAMMER; MILLINGTON; PAVELIN, 2009).

Além disso, outros estudos mostram que a presença feminina também oferece maiores práticas de sustentabilidade empresarial (BOULOUTA, 2012; GLASS; COOK; INGERSOLL, 2015).

Quadro 1 – Resumo de estudos anteriores

Autor (Ano)	Objetivo Geral	Metodologia	Resultados
Erhardt, Werbel e Shrader (2003)	Examinar a relação entre a diversidade de gênero no conselho de administração e performance financeira da empresa.	Foram estudados os membros de 127 grandes empresas dos Estados Unidos entre 1993 e 1998 por meio de regressão com retorno dos seus ativos (ROA) e retorno sobre investimentos (ROI) como variáveis dependentes e, como variável independente, a proporção de mulheres e minorias étnicas.	Há uma relação positiva entre uma composição mais heterogênea do ponto de vista étnico e de gênero e a performance financeira.
Krishnan e Park (2005)	Discutir a relação entre participação feminina em funções de grande responsabilidade em 679 empresas da <i>Fortune 1000</i> e o retorno sobre o ativo (ROA).	Estatística descritiva, correlações de Pearson e regressão múltipla.	Esse foi um dos estudos pioneiros sobre a participação feminina. Foi encontrada uma relação positiva dessa com o ROA das empresas estudadas.
Kang, Cheng e Gray (2007)	Estudar independência e a diversidade da composição do conselho de administração	Estatística descritiva e regressão linear entre as variáveis estudadas das 100 maiores empresas da Austrália em 2003.	Foi encontrada uma relação positiva entre diversidade da composição do quadro do conselho de administração e independência.
Adams & Ferreira (2009)	Analisar o impacto da participação feminina no conselho de administração da organização na Governança Corporativa e performance empresarial.	Estatística descritiva e regressão linear múltipla de dados do Standard & Poor's de empresas dos EUA relacionando variáveis de performance da empresa e composição do conselho. Também foi utilizado variável instrumental para tratar causalidade reversa.	Foi encontrada relação entre diversidade de gênero da composição e gerenciamento da organização. No entanto, não foi verificado relação positiva na performance empresarial. Empresas com mais mulheres possuíam uma Governança Corporativa mais efetiva.
Abdullah, Ismail e Nachum (2016)	Examinar se e como um conselho de administração com mulheres impactam na criação de valor de mercado das organizações de capital aberto em países emergentes.	Foram estudadas 841 empresas da bolsa de valores da Malásia no ano de 2008. Foi feita regressão entre o Q de Tobin e o ROA com a participação feminina.	Os autores estabeleceram que há relação positiva entre maior diversidade de gênero do conselho – mais mulheres – em empresas de determinados setores enquanto que, em outros, há uma relação negativa com a uma pequena relação positiva com a performance empresarial.
Silva e Martins (2017)	Estudar a relação entre participação feminina no conselho e desempenho financeiro das empresas de maior liquidez da B3 entre os períodos de 2010 e 2013.	Foram estudadas 120 empresas. Como variável independente, foi utilizada uma dummy para a presença feminina nos conselhos e variáveis dependentes foram utilizados alavancagem financeira, tamanho da empresa, tamanho do conselho, ROA e uma dummy para governança. Com isso, foi utilizado o modelo dos mínimos quadrados ordinários e o modelo de regressão quantílica.	O trabalho concluiu que o efeito da participação feminina poderia ter sido maior sobre o desempenho financeiro.

Fonte: Elaborada pelo autor (2019).

Dentre os trabalhos internacionais que comprovam que há uma correlação positiva entre mulheres no conselho de administração e desempenho empresarial, Erhardt, Werbel e Shrader (2003) examinaram a relação entre a diversidade de gênero no conselho de

administração e performance financeira da empresa. Para isso foram estudados os membros de 127 grandes empresas dos Estados Unidos entre 1993 e 1998 por meio de regressão com retorno dos seus ativos (ROA) e retorno sobre investimentos (ROI) como variáveis dependentes e, como variável independente, a proporção de mulheres e minorias étnicas. Esse estudo mostrou que há uma relação positiva entre uma composição mais heterogênea do ponto de vista étnico e de gênero e a performance financeira.

Outro estudo que chama atenção é o de Krishnan e Park (2005) que relacionou a participação de mulheres em funções de grande responsabilidade dentro de 679 empresas da revista *Fortune* 1000 o ROA. Eles encontram uma performance positiva nos resultados das empresas com participação feminina nesse órgão. Para isso, foi utilizado de estatística descritiva, correlações de Pearson e regressão múltipla.

Em 2007, Kang, Cheng e Gray estudaram a independência e a diversidade da composição do conselho de administração das 100 maiores empresas da Austrália em 2003. O objetivo do estudo foi alcançado por meio de estatística descritiva e regressão linear e foi encontrada uma relação positiva entre as variáveis.

Ao contrário do que a maior parte dos estudos nesta seção concluíram, Rose (2007) não encontrou relação negativa entre a participação feminina no conselho de administração e a performance das empresas dinamarquesa de capital aberto. O trabalho realizou estudo com dados de 1998 até 2001 tendo como variável dependente o Q de Tobin – relação entre valor de mercado de uma companhia e o valor de reposição de seu ativo tangível.

O estudo de Adams e Ferreira (2009) mostrou que membros femininos do conselho de administração de empresas de capital aberto dos Estados Unidos possuem um impacto positivo na criação de valor e no gerenciamento, mas uma relação negativa em performance empresarial. Contudo o valor de mercado pode ser prejudicado quando a diversidade de gênero é feita de forma forçada para as empresas. Além da regressão linear múltipla, esse trabalho encontrou problema de causalidade reversa entre a variável independente (participação feminina) e as variáveis dependentes (métricas de performance empresarial) em suas regressões utilizando MQO, a participação feminina e o ROA não encontrou significância. Esse problema foi tratado com o uso de variável instrumental.

Além do ROA, outros trabalhos focaram outras dimensões de performance. Carter, D'Souza, Simkins e Simpson (2010) estudaram a relação do valor de mercado e a participação feminina e a diversidade étnica no CA. Para isso foi feita uma regressão de MQO com três estágios com empresas de capital abertos dos Estados Unidos do índice S&P 500 entre os



anos 1998 e 2002. Como conclusão, os autores não encontraram relação entre as variáveis estuda estudadas e houve constatação de endogeneidade.

Pode-se ressaltar ainda, o trabalho de Corkery e Taylor (2012) que membros do conselho das empresas de capital aberto dos Estados Unidos e Austrália, no ano de 2010 encontraram uma relação positiva entre participação feminina e o ROE.

Abdullah, Ismail e Nachum (2016) examinaram se e como um conselho de administração com mulheres impactam na criação de valor de mercado das organizações de capital aberto em países emergentes. Para isso, foram estudadas 841 empresas da bolsa de valores da Malásia no ano de 2008. Foi feita regressão entre o Q de Tobin e o ROA com a participação feminina. Como conclusão, os autores estabeleceram que há relação positiva entre maior diversidade de gênero do conselho – mais mulheres – em empresas de determinados setores enquanto que, em outros, há uma relação negativa. A relação com a performance empresarial foi apenas um pouco positiva. Ressalta-se ainda outros estudos internacionais que concluíram haver problema de endogeneidade entre a proporção de mulheres no quadro de conselho de administração e a performance empresarial (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; CAMPBELL; MINGUEZ-VERA, 2008; BOUBAKER; DANG; NGUYEN, 2014).

Além desses estudos internacionais, destaca-se um trabalho brasileiro de Silva e Martins (2017). Os autores estudaram as empresas de maior liquidez da B3 entre os períodos de 2010 e 2013. Totalizando assim 120 empresas e 366 observações finais. Como variável independente, foi utilizada uma *dummy* para a presença feminina nos conselhos e variáveis dependentes foram utilizados alavancagem financeira, tamanho da empresa, tamanho do conselho, ROA e uma *dummy* para governança. Com isso, foi utilizado o modelo dos mínimos quadrados ordinários e o modelo de regressão quantílica. O trabalho concluiu que o efeito da participação feminina poderia ter sido maior sobre o desempenho financeiro.

Destarte, à luz da Teoria da Agência e com base nas recomendações da literatura, levanta-se a seguinte hipótese, a ser testada:

**H1** – uma maior participação feminina no conselho de administração é positivamente relacionada com a performance empresarial nas empresas de capital aberto no Brasil.

### 3 PROPOSTA METODOLÓGICA

Em função de seus objetivos, a pesquisa classifica-se como descritiva, uma vez que procura descrever a relação entre a participação feminina no conselho de administração e o desempenho empresarial. Conforme Sampieri, Collado e Lúcio (2013), o estudo descritivo procura especificar as propriedades e características dos fenômenos analisados e, para isso, obtendo informações sobre variáveis referentes aos fenômenos da coleta de dados.

Quanto aos procedimentos, pode-se configurar este estudo como documental, uma vez que os dados foram coletados de fontes secundárias. Para isso, foram utilizados dados oriundos das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e do Formulário Referência (FR) das empresas, disponibilizados no *website* da B3 S.A. e na plataforma Economatica®.

A população consistiu de todas empresas listadas na B3 no período de 2012 a 2017. Das 441 companhias listadas no período, apenas 334 tiveram todas informações completas para a realização da análise. Além da variável independente, proporção da participação feminina – proporção o número de mulheres e o total de membros no conselho -, foram adotadas as variáveis de controle tamanho da empresa, endividamento total e o setor de atuação das empresas. Esses valores foram analisados frente às variáveis dependentes – dimensão financeira, operacional e valor de mercado – que tratam dos objetivos deste trabalho. A seção seguinte tratará exclusivamente dos dados.

Quanto à abordagem do problema, o estudo tem enfoque quantitativo, pois são essas, segundo Richardson *et al.* (2009), que se caracterizam pelo uso e quantificação na coleta e no tratamento das informações por meio de técnicas estatísticas. Em um primeiro momento, procedeu-se a análise dos citados relatórios institucionais, com o intuito de se localizar os dados (nominais e numéricos) necessários ao desenvolvimento das análises seguintes para a consecução dos objetivos.

O propósito desta estratégia é verificar a robustez da relação estimada entre a participação feminina e a performance empresarial. Isto é considerado importante pela recente literatura, uma vez que as abordagens utilizando regressão linear múltipla trata a participação

feminina como uma variável exógena, enquanto as abordagens utilizando variáveis instrumentais tratam a participação feminina como uma variável endógena, sendo utilizadas para mitigar os problemas de variáveis omitidas e de causalidade reversa entre desempenho e composição do conselho de administração.

Dessa forma, o presente estudo realizou estimações econométricas baseadas nas seguintes técnicas: Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), Dados em Painel de Efeitos Fixos e Método Generalizado dos Momentos (MGM) utilizando o estimador de Arellano-Bond (1991).

A primeira ferramenta, a regressão linear múltipla estimada por MQO, foi utilizada para encontrar a melhor estimativa com a minimização da soma dos quadrados das diferenças entre o valor estimado e os dados observados. Ela também foi utilizada neste trabalho como forma de comparação com outros estudos dessa temática que também a utilizaram. Segundo Hair Jr. et al. (2009), essa análise consiste em uma técnica multivariada que possui a finalidade de analisar o relacionamento entre uma variável dependente – no caso este estudo, as dimensões de desempenho financeiro, operacional e valor de mercado -, definida como um critério, e variáveis independentes – a participação feminina, setor de atuação, tamanho e endividamento -, definidas como preditoras. Ressalta-se que esta técnica apresenta limitações quando algum dos seus pressupostos não é atendido. Para esse estudo, há suspeita de que o termo do erro é correlacionado com a variável resposta. Assim, essa endogeneidade e a utilização desta técnica em estudos com esse problema podem apresentar viés.

Dessa forma, em seguida, foi utilizada a análise de dados em painel. Uma das vantagens dessa técnica, é mostrar a evolução de uma variável ao longo do tempo para uma dada observação com os dados organizados em séries temporais (FÁVERO et al., 2009).

Destaca-se que a técnica de dados em painel permite que os dados sejam analisados de duas formas: *cross-section* e séries temporais. A análise dos dados organizados em *cross-section* para uma mesma variável são provenientes de um mesmo instante de tempo, indicando que o tempo não influenciará esta variável. Por outro lado, a organização dos dados em uma série temporal permite verificar a evolução de uma variável ao longo do tempo para uma dada observação. Logo, a técnica de dados em painel faz uma combinação dessas duas organizações de dados (*cross-sections* e série temporal), que propicia a análise de diversas observações não apenas em um único instante, mas ao longo do período em análise (FÁVERO et al, 2009).

Além disso, ressalta-se a análise de dados em painel possui três abordagens: *pooled independent cross-sections* (ou POLS – *pooled ordinary least squares*), efeitos fixos (*fixed*

*effects*) e efeitos aleatórios (*random effects*). O modelo *pooled* desconsidera as possíveis diferenças comportamentais das empresas da amostra no conjunto de dados, enquanto que no modelo de efeitos fixos analisa-se a existência de diferenças significativas no comportamento das empresas. A abordagem de efeitos aleatórios aprecia as diferenças de cada indivíduo como aleatória, associando-as com as observações da amostra (FÁVERO et al., 2009).

Desta feita, foi necessário realizar testes estatísticos para verificar a abordagem mais adequada de modelo de painel para a presente pesquisa. Os testes que precisaram ser realizados foram: teste de Chow, teste LM (*Lagrange multiplier*) de Breusch-Pagan e teste de Hausman. O primeiro é realizado para verificar qual dos modelos, entre o *pooled* e o de efeitos fixos, é o mais adequado, e o segundo teste é realizado para a escolha entre o *pooled* e o de efeitos aleatórios. O teste de Hausman visa a escolha do modelo mais adequado entre o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios (FÁVERO et al., 2009). Após a realização deste teste, foi adotado o modelo de efeitos fixos como o mais adequado para o estudo.

A terceira e última técnica econométrica utilizada, a MGM, consiste na estimação de parâmetros em relação a uma equação de regressão desenvolvida em extensão ao método de momentos. Essa abordagem foi realizada pois há suspeita de endogeneidade – caso em que as variáveis explicativas do modelo são correlacionadas com os resíduos - entre a variável participação feminina e as variáveis dependentes. Neste estudo, foi utilizada o estimador proposto por Arellano-Bond (1991), uma vez que, diferente da regressão de dados em painel estática, este modelo faz uma análise dinâmica com o uso de variáveis defasadas. Ou seja, as variáveis dependentes foram defasadas e usadas como explicativa. Isto posto, este método permite o controle dos efeitos não observados que não variam no tempo e que, dentro dos parâmetros do modelo, mesmo com variáveis endógenas sendo utilizadas, produz estimativas consistentes. Desta maneira, a equação abaixo explicita esta estratégia:

$$(1) Y = \beta_0 + \beta_1 PF + Z\gamma + \varepsilon$$

Em que: *Y*: ROA, VM, EFIC; *PF*: Participação Feminina; *Z*: Conjunto de Variáveis (TAM, END, REC, *Dummy* do Setor de Atuação Empresarial e as variáveis de desempenho defasadas t-1 como explicativa para a estimação MGM).

## 4 DADOS

A população do estudo compreendeu as 441 empresas do Brasil listadas nas bolsas de valores B3 que publicaram os relatórios exigidos pela governança corporativa referentes aos exercícios do período de 2012 a 2017. A amostra foi constituída pelas empresas brasileiras que publicaram as demonstrações financeiras, os relatórios anuais ou relatórios de administração referentes aos exercícios do período de 2012 a 2017. Na delimitação da amostra, foram consideradas apenas, as empresas brasileiras que disponibilizem informações sociais e financeiras para a construção das variáveis do estudo no período sob análise. De todas as empresas listadas, 119 apresentaram falta de informação sobre os membros do conselho de administração em todos ou alguns dos anos do período da pesquisa. Dessa forma, tiveram que ser excluídas da pesquisa totalizando, assim, uma amostra de 334 empresas.

Para a operacionalização das variáveis, a participação feminina foi medida pela proporção de representação feminina no conselho de administração – número de mulheres presentes no conselho dividido pelo número total de membros (BOULOUTA, 2012; GALBREITH, 2011; GLASS, COOK; INGERSOLL, 2015). O trabalho utilizou uma análise multidimensional do desempenho empresarial. Assim, os indicadores operacionais e financeiros foram considerados na forma apresentada no Quadro 2.

Conforme as informações evidenciadas no Quadro 2, considerando as recomendações da literatura, nota-se que a análise do desempenho operacional das empresas brasileiras da amostra foi realizada a partir das dimensões de atividade e de eficiência. O desempenho operacional de atividade foi mensurado, assim como em Caixeta et al. (2011), Miranda et al. (2015), dentre outros, por meio do EBITDA (Ebitda / Ativo Total), indicador voltado para apresentar um panorama da geração operacional de caixa.

No que tange à dimensão de eficiência do desempenho operacional, Oliveira, Lustosa e Sales (2007), afirmam que a eficiência produtiva, ou interna, diz respeito à produção com minimização dos custos de certo nível de produto e a eficiência alocativa se volta para a

produção escolhida pela empresa com determinada estrutura de custos. Conforme apontam Garrison e Noreen (2001) e Medeiros, Costa e Silva (2005), sua importância sustenta-se no fato de que a maioria das decisões gerenciais exige que os gestores possuam conhecimento de como os custos podem variar em função do nível de atividade.

Quadro 2 –Variáveis dependente e descrição das dimensões do desempenho empresarial para a pesquisa

Dimensão		Operacionalização	Fundamentação
Operacional	Atividade	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA) / Ativo Total	Caixeta et al. (2011), Miranda et al. (2015)
	Eficiência	Eficiência produtiva Custo dos Produtos Vendidos (CPV) / Receita Líquida	Oliveira, Lustosa e Sales (2007), Araújo, Camargos e Silva (2012)
Financeiro	Mercado	Logaritmo natural do valor de mercado	Amihud (2002), Hawawini, Subramanian e Verdin, (2003), Morrow Jr. et al. (2007), Perobelli, Famá e Sacramento (2016)
	Lucratividade	Retorno Sobre o Ativo ( <i>Return On Assets</i> – ROA) ROA = Lucro Líquido / Ativo Operacional Retorno Sobre o Patrimônio Líquido ( <i>Return on Equity</i> – ROE) ROE = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Adams e Ferreira (2009), Floriani, Beuren e Hein (2013), Holanda et al. (2011), Kneipp et al. (2013), Lameira et al. (2013), Navarro et al. (2013), Santos et al. (2014) e Silva e Martins (2017)

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

Quanto às dimensões do desempenho financeiro das empresas da amostra, foram mensurados o valor de mercado, para a dimensão de mercado, e o *Return On Assets* – ROA e *Return On Equity* – ROE, para a dimensão de lucratividade. Entre as medidas mais abrangentes e de longo prazo, destaca-se o valor de mercado, que tem sido bastante utilizado nos estudos com foco no desempenho financeiro (FAMA; FRENCH, 1993; AMIHU, 2002; HAWAWINI; SUBRAMANIAN; VERDIN, 2003; MORROW JR. et al., 2007; PEROBELLI; FAMÁ; SACRAMENTO, 2016).

Conforme o Quadro 3, foram utilizadas algumas variáveis de controle para neutralizar efeitos que também podem impactar a análise. Tamanho (logaritmo natural do Ativo Total) e

Endividamento (Exigível/Patrimônio Líquido), obtidas a partir de dados coletados na base Economática®; Setor de atuação (CARVALHAL DA SILVA; CHIEN, 2013; LAMEIRA et al., 2013; LOPES, De LUCA, GÓIS; VASCONCELOS, 2017). Além dessas, foi incluído ainda o logaritmo da receita total.

Quadro 3 – Variáveis de controle

Variável	Operacionalização	Fonte de coleta	Suporte teórico
Tamanho (TAM)	Ln Ativo Total	Economática®	Bargeron, Lehn e Zutter (2010), Choi, Saito e Silva (2015), Loncan e Caldeira (2014)
Endividamento Total (ENDT)	(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / Ativo Total	Economática®	Kayo, Teh e Basso (2006) e Machado e Machado (2011)
Setor de atuação das empresas (SET)	Setor de atuação da empresa conforme classificação da B3 S.A.	Economática®	Adams e Ferreira (2009) e Segura e Formigoni (2014)

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

Uma vez definida as variáveis para o estudo, a Tabela 1 mostra as estatísticas descritivas das principais variáveis utilizadas no estudo em relação ao período de 2012 e 2017. Como pode ser observado, em média, 37% das empresas da pesquisa, em algum momento teve, ao menos, uma mulher como membro no quadro do conselho de administração. Esse valor, por exemplo, é inferior ao apresentado no estudo de Adam e Ferreira (2009) que mostrou cerca de 60% para as empresas americanas.

Se considerarmos a participação feminina relativa em relação ao número total de membros, a representatividade apresenta valor médio baixo, cerca de 9%. Comparando com o estudo anteriormente citado, nos Estados Unidos, esse valor é até inferior, cerca de 8,5%. No entanto, o desvio padrão para esse dado, no caso do Brasil, é muito alto e para as empresas americanas baixo (0,0828). Isso se justifica pelo fato de que muitas companhias brasileiras não possuem nenhuma mulher como membro enquanto algumas poucas possuem até 100%. Ou seja, há uma grande variação entre as proporções de membros femininos dentro dos conselhos que possuem mulheres enquanto que no Estado Unidos essa proporção é mais regular.

Tabela 1 – Estatística descritiva de todas as variáveis utilizadas neste estudo de 2012 a 2017

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
----------	---	--------	--------	-------	---------------

<b>Dummy mulher</b>	1955	0	1	0,37	0,0483
<b>PF</b>	1955	0	1	0,090	12481,19
<b>END</b>	2025	0	20	9,57	4,542
<b>SET</b>	2087	0,00000	0,01262	0,00023	4,39130
<b>TAM</b>	2025	0,69314	21,1310	14,1331	2,919164
<b>VM</b>	1566	7,50769	18,2998	13,5786	2,197267
<b>ROA</b>	2025	0,00000	76,9124	0,33634	2,512385
<b>ROE</b>	2024	0,00000	532,428	0,84813	12,28367
<b>EFIC</b>	1683	0,00000	22,5638	0,71621	0,790459
<b>ATIV</b>	2025	0,00000	64,0000	0,29608	1,843759

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Conforme a Tabela 1, também é possível observar que, em média, para as dimensões de desempenho financeiro, durante o período de 2012 a 2017, o ROA apresentou variação intermediária de cerca de 33%, enquanto que o ROE variou 85% e o Valor de Mercado 13%. Para as dimensões de desempenho operacional, a atividade variou 29% e 71% de eficiência.

Quanto as variáveis de controle, a 30ediada *dummy* setorial foi nula – o que era de se esperar, uma vez que ela se refere a natureza da empresa -, o END foi de 9,57% e o tamanho de 14% - indicando o crescimento médio das companhia de capital aberto brasileiras em relação a 2012, apesar da crise dos últimos anos.

Para auxiliar, antes das estimações, a descrever a relação entre a participação feminina e as dimensões financeiras e operacionais da amostra, foi utilizada a técnica de Análise de Correspondência (Anacor), uma vez que, segundo Fávero et al. (2009), exibe as associações entre um conjunto de variáveis categóricas não métricas em um mapa perceptual, permitindo, dessa forma, um exame visual de qualquer padrão ou estrutura nos dados.

Nessa associação, as variáveis são inferidas de acordo com as suas respectivas posições no mapa perceptual e a análise desse mapa ocorre através do exame das relações de proximidade geométrica das categorias das variáveis (FÁVERO et al, 2009). Para realizar tal análise, a Anacor usa variáveis não-métricas. Dessa forma, os dados de participação feminina, setor de atuação, tamanho da empresa, endividamento, atividade, eficiência, ROA e ROE foram transformados em elementos não-métricos por agrupamento. Esta transformação foi realizada conforme as medidas quartílicas e os grupos foram formados a partir da consideração do ponto de corte de cada quartil, classificados em baixo, médio-baixo, médio-alto e alto, conforme o Quadro 4.

Quadro 4 – Caracterização de variáveis não-métricas para a Anacor

<b>Quartil</b>	<b>Intervalos</b>	<b>Categorização</b>
1°	Valor mínimo ao 24° percentil	Baixo
2°	25° percentil ao 49° percentil	Médio-baixo
3°	50° percentil ao 74° percentil	Médio-alto
4°	75° percentil ao valor máximo	Alto

Fonte: Elaborado pela autor (2019).



Para avaliar a dependência entre as variáveis e a operacionalização da Anacor, deve-se realizar o Teste Qui-Quadrado. Desta feita, deverá ser rejeitada a hipótese nula do teste, de que não existe associação entre as variáveis, para que a técnica seja aplicada. Em seguida, a Anacor é realizada.

A Tabela 2 apresenta os resultados do teste Qui-quadrado realizado para cada análise de correspondência. Observa-se que os resultados indicam significância estatística a um nível inferior a 1%. Dessa forma, rejeita-se a hipótese nula de independência das variáveis, indicando a viabilidade de execução da Anacor em todas as situações consideradas.

Tabela 2 – Teste Qui-quadrado

Correspondência	Teste Qui-Quadrado	
	Estatística	Sig.
PF X SET	185,459	0,000
PF X TAM	93,564	0,000
PF X ATIV	27,640	0,001
PF X EFIC	28,035	0,001
PF X ROE	19,181	0,024
PF X ROA	46,839	0,000

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 mostra o cruzamento da quantidade de observações referente à participação feminina e o setor de atuação empresarial e, a partir dela, é possível observar que em todos os setores mais da metade das empresas apresentam baixa ou nenhuma participação feminina. Os setores que mais possuem média e alta participação são o de siderúrgica e metalurgia, papel e celulose, energia elétrica, transportes e serviços, finanças.

Tabela 3 – Participação feminina conforme setor de atuação empresarial

Setores	N	Sem Participação	Baixa Participação	Média Participação	Alta Participação
Agro e Pesca	23	20	2	1	0
Alimentos e bebidas	71	40	22	9	0
Comércio	112	54	42	16	0
Construção	116	98	10	8	0
Eletroeletrônicos	36	29	5	2	0
Energia Elétrica	245	126	81	34	4
Finanças e Seguros	171	95	48	28	0
Máquinas Industriais	19	11	6	2	0
Mineração	35	19	14	2	0
Minerais não metálicos	12	12	0	0	0
Outros	506	319	125	57	5
Papel e Celulose	30	17	6	7	0
Petróleo e Gás	36	29	4	3	0
Química	63	51	7	5	0
Siderúrgica e Metalurgia	110	51	32	23	4

Software e Dados	32	18	9	5	0
Telecomunicações	60	48	8	4	0
Têxtil	105	76	10	14	5
Transportes e Serviços	87	47	29	11	0
Veículos e Peças	81	65	11	5	0
<b>Total</b>	1950	1225	471	236	18

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Em seguida, foi feita a análise entre o tamanho das empresas e a participação feminina, conforme pode ser observado na Tabela 4. Conforme a análise anterior, nesta também há poucas empresas de qualquer tamanho com alta ou média participação feminina. Destaca-se que, ao contrário do que se poderia supor, as empresas de baixo e médio baixo tamanho são as que possuem maiores concentrações de mulheres no quadro do conselho.

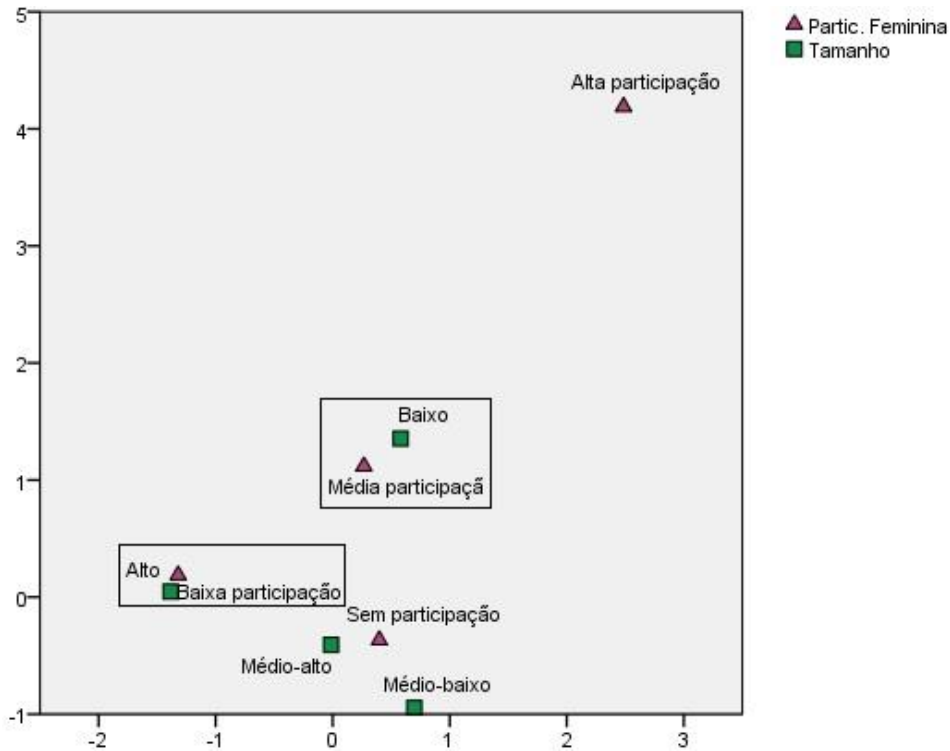
Tabela 4 – Tabela cruzada entre participação feminina e o tamanho das empresas

Participação feminina	Tamanho				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
<b>Sem participação</b>	298	356	332	231	<b>1217</b>
<b>Baixa participação</b>	96	83	118	174	<b>471</b>
<b>Média participação</b>	79	52	57	49	<b>237</b>
<b>Alta participação</b>	11	4	3	0	<b>18</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Para essa análise, foi construído o mapa perceptual, conforme Figura 1, entre a participação feminina e o tamanho das empresas. Nele é possível a visualização de que as empresas de menor tamanho são as que abrangem maior quantidade de conselhos com média participação e que as maiores companhias são as que possuem maior quantidade de quadros com baixa quantidade de mulheres como membros.

Figura 1 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o tamanho das empresas



Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Em relação à participação feminina e ao desempenho operacional de eficiência, a tabela 5 identifica que as empresas que possuem alguma participação – seja baixa ou média – e a as que não possuem mulheres no quadro, possuem pequena diferença para a variável estudada.

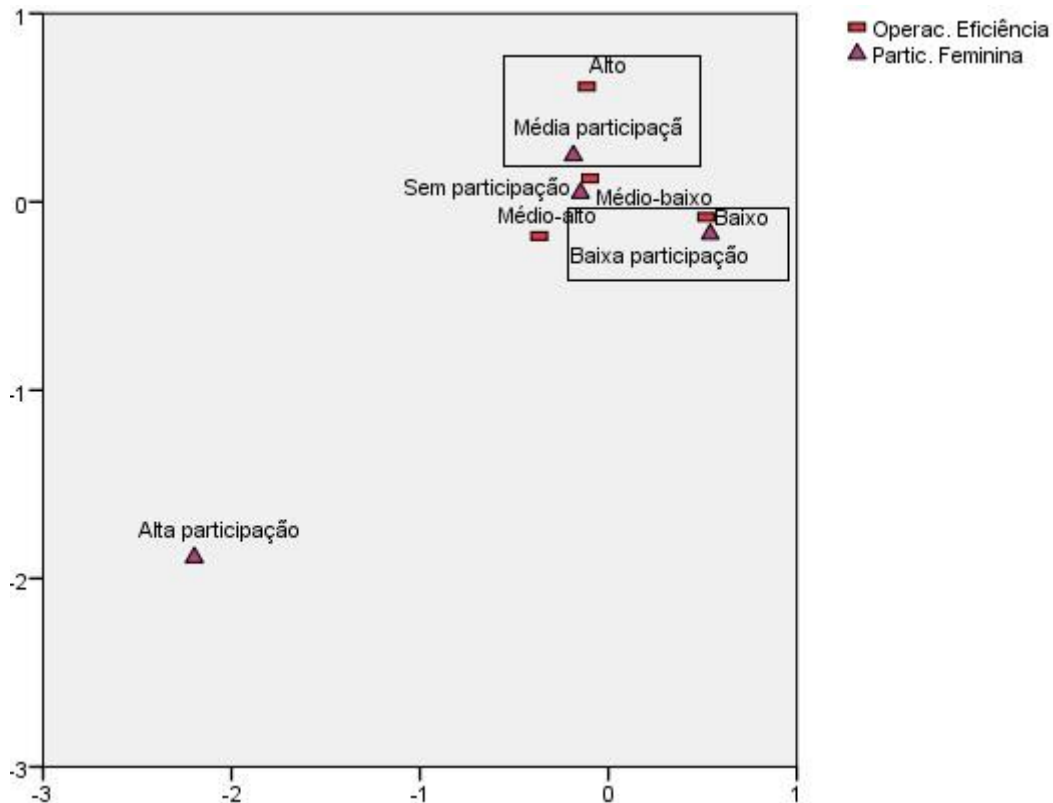
Tabela 5 – Tabela cruzada entre participação feminina e o desempenho operacional de eficiência

Participação feminina	Desempenho operacional de eficiência				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
Sem participação	275	325	331	72	<b>1003</b>
Baixa participação	146	114	99	21	<b>380</b>
Média participação	43	59	52	12	<b>166</b>
Alta participação	0	4	8	0	<b>12</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Contudo, pode-se observar uma maior proximidade entre alto desempenho e a média participação e baixa performance de eficiência e baixa proporção de mulheres, conforme a Figura 2.

Figura 2 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o desempenho operacional de eficiência



Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Conforme a Tabela 6, é evidenciado a análise entre a PF e ATIV. Pode-se constatar que, diferentemente da tabela anterior, há uma maior concentração de empresas com baixo desempenho nessa dimensão e ausência de mulheres no conselho de administração. Por outro lado, não há grande diferenciação entre o médio-baixo e médio-alto desempenho para as empresas que possuem baixa ou média participação e a as que não possuem mulheres.

Tabela 6 – Tabela cruzada entre participação feminina e o desempenho operacional de atividade

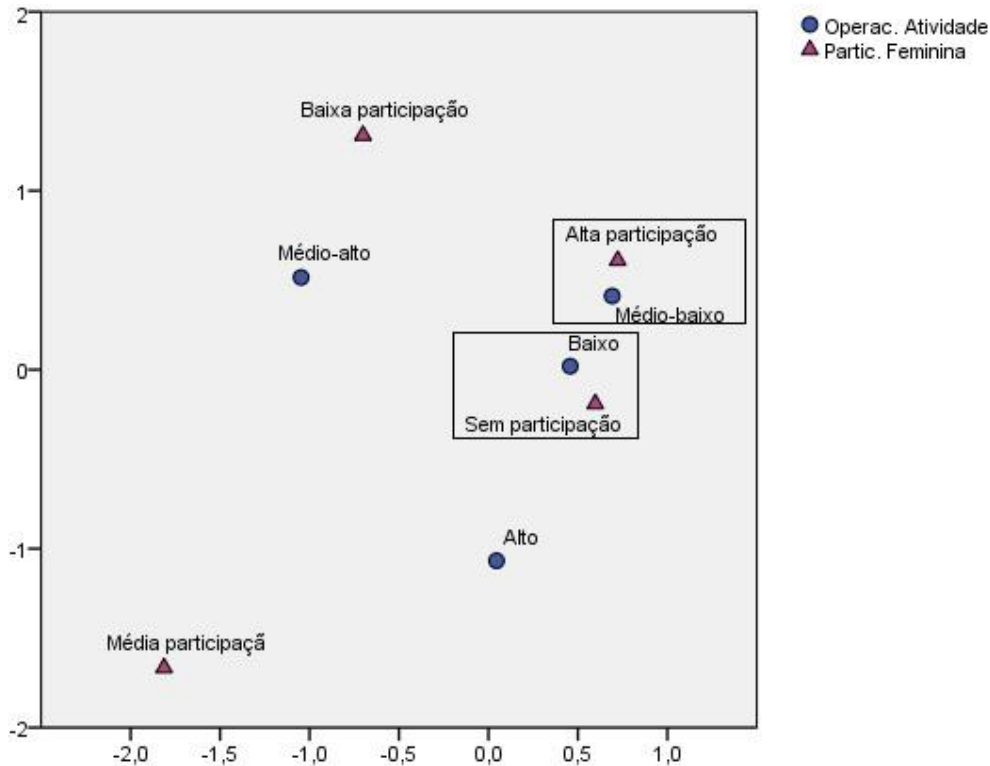
Participação feminina	Desempenho operacional de atividade				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
Sem participação	241	347	277	283	1148
Baixa participação	82	118	147	91	438
Média participação	40	42	73	58	213
Alta participação	6	5	4	3	18

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Na figura 3, é possível verificar que a alta participação se relaciona com o médio-baixo desempenho e a falta de mulheres no conselho com a baixa atividade operacional. Isso evidencia o que Ratten, Dana e Ramadani (2017) comprovaram em seu estudo o qual

estabelecem uma relação positiva entre a participação feminina e o EBTIDA – principal componente desta dimensão analisada.

Figura 3 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o desempenho operacional de atividade



Fonte: Dados da pesquisa (2019).

A Tabela 7, faz a análise cruzada do lucro líquido sobre o patrimônio líquido (ROE) e a participação feminina. Ao contrário do que indica o estudo de Corkery e Taylor (2012), nesta análise não apresenta uma relação tão positiva entre membros femininos no conselho e um alto desempenho do ROE.

Tabela 7 – Tabela cruzada entre participação feminina e o ROE

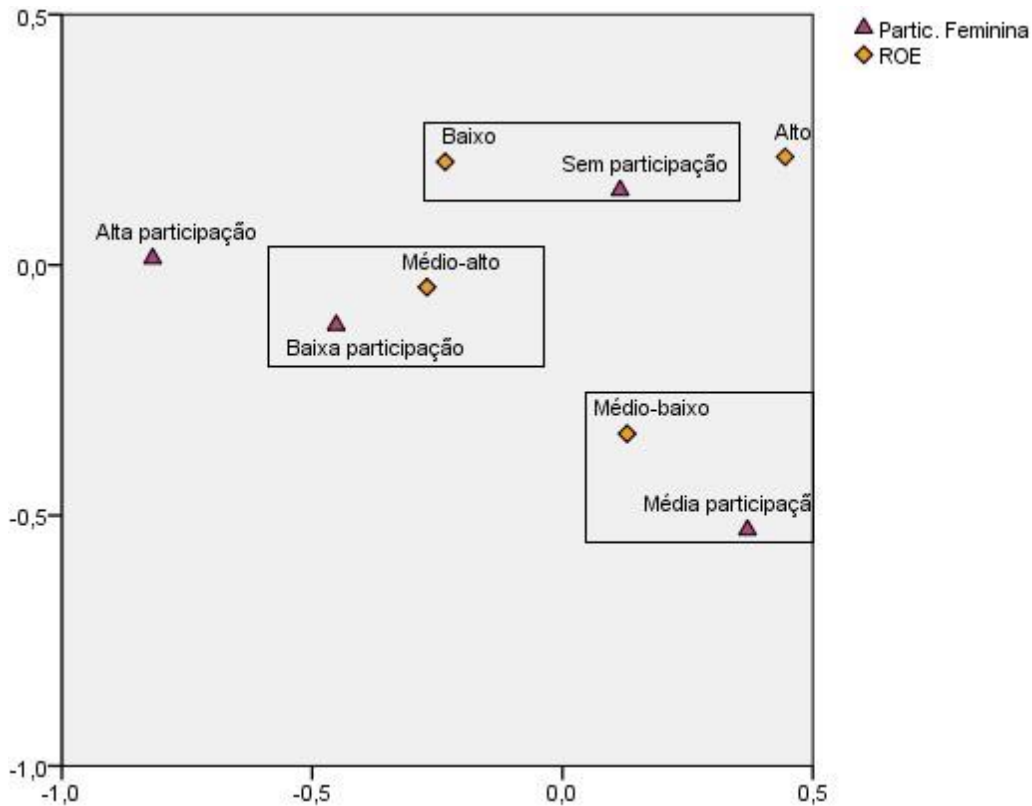
Participação feminina	Desempenho financeiro ROE				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
Sem participação	317	310	303	287	<b>1217</b>
Baixa participação	130	121	140	80	<b>471</b>
Média participação	50	77	56	54	<b>237</b>
Alta participação	7	5	4	2	<b>18</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Em relação à Figura 4, mostra aproximação de um baixo desempenho do ROE e uma falta de mulheres no conselho. Além disso, uma média participação está próxima de uma

média-alta performance e uma média participação a um médio-baixo desempenho do ROE. Pode-se concluir que, mesmo que de forma sutil, é possível afirmar que é melhor possuir mulheres no conselho para um melhor ROE do que não ter.

Figura 4 – Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o ROE



Fonte: Dados da pesquisa (2019).

A partir da Tabela 8, é analisado a dimensão mais utilizadas em outros estudos similares, o ROA. Observa-se que a uma grande quantidade de empresas com baixa performance de ROA em comparação com a ausência de mulheres no conselho. Nas companhias com média e baixa participação feminina, nota-se uma relação positiva com o ROA e corrobora com o trabalho de Krishnan e Park (2005).

Tabela 8 – Tabela cruzada entre participação feminina e o ROA

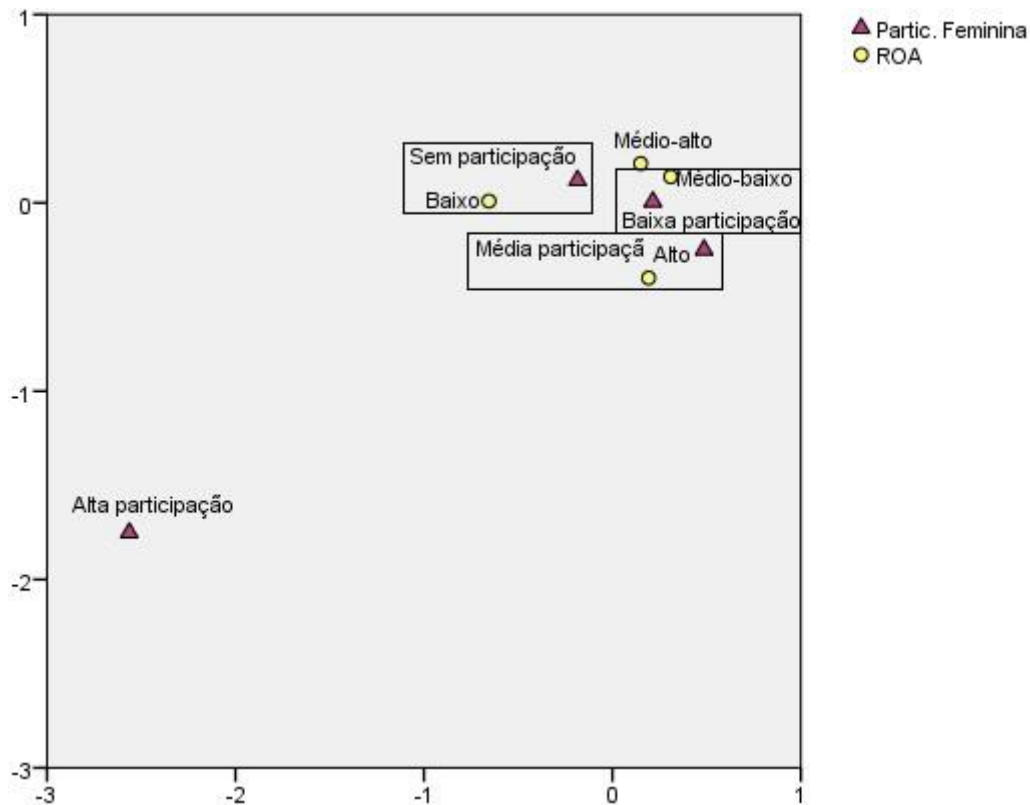
Participação feminina	Desempenho financeiro ROA				Total
	Baixo	Médio-baixo	Médio-alto	Alto	
Sem participação	334	294	312	254	<b>1194</b>
Baixa participação	76	128	122	125	<b>451</b>
Média participação	49	67	55	53	<b>224</b>
Alta participação	12	0	1	5	<b>18</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Pode-se visualizar de forma clara, na Figura 5, a proximidade do baixo desempenho do retorno sobre o ativo e a participação nula de mulheres no conselho de administração. Por

outro lado, fica evidenciado a proximidade da baixa participação e o desempenho médio-baixo do ROA e uma média participação para um alto ROA.

Figura 5– Mapa perceptual da associação entre a participação feminina e o ROA



A Anacor mostrou que há correlação entre a falta de presença de mulheres no conselho de administração e uma baixa performance empresarial e a participação feminina tem uma proximidade com as categorias mais elevadas, principalmente média-baixa e média-alta, das variáveis estudadas – ATIV, EFIC, TAM, ROE e ROA. No entanto, destaca-se que essa análise falta robustez para uma melhor compreensão dessa relação. Dessa forma, na próxima seção foram feitas estimativas utilizando técnicas estatísticas mais robustas para uma melhor análise.

Ressalta-se que os dados da pesquisa foram organizados no *software Microsoft Office Excel Professional® 2016* e a aplicação dos testes estatísticos mencionados nesta seção foi realizada por meio da utilização do *software Statistical Package for the Social Sciences (SPSS), versão 22* e *Stata®, versão 13*.

## 5 RESULTADOS

Diante da metodologia exposta, foram feitas três estimações econométricas – MQO, dados em painel de efeitos fixos e MGM – em relação as três variáveis dependentes referentes aos objetivos específicos: aspectos financeiros (ROA), valor de mercado e aspectos operacionais (EFIC). Cada técnica utilizada apresentou resultados distintos. Ressalta-se que a estimação por MQO apresenta resultados enviesados, uma vez que há correlação entre os estimadores e os resíduos.

A Tabela 9 mostra os resultados das três estimações da participação feminina em relação ao ROA. Ressalta-se que essa medida é a mais utilizadas envolvendo estudos dessa temática. Além dessas variáveis, foram usados o endividamento, tamanho, logaritmo da receita e a *dummy* setorial. Os resultados desta última não foram evidenciados e não



apresentaram significância para MQO, foram omitidas para a estimação de dados em painel e não foram utilizadas no MGM.

Tabela 9 – Estimações entre PF e ROA

	Variável Dependente ROA		
	I	II	III
Participação Feminina	-0,4268	-0,1609	-0.0393
Valor-p	0,000	0,295	0,871
Tamanho	-0,5035	-0,4702	
Valor-p	0,000	0,068	
Endividamento	-8,46e	0,000	-0,0103
Valor-p	0,893	0,459	0,540
Log(Receita)	-0,0182	0,0757	0,0097
Valor-p	0,114	0,220	0,789
ROA defasada			-0,0966
Valor-p			-0,011
Observações	1379	1379	838
R <sup>2</sup>	0.078	0.090	.
Efeitos Fixos	Não	Sim	Sim
Tipo de Regressão	MQO	Dados em Painel	Arellano- Bond

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

A primeira coluna apresenta o resultado da regressão de MQO e, como pode ser observado, a relação da participação feminina foi negativa e significativa. Esse resultado vai de encontro a estudos como o de Krishnan e Park (2005) que encontrou uma relação positiva entre PF e ROA. Porém, aproxima-se da conclusão de Rose (2007) que também evidenciou um retorno financeiro negativo com a maior participação feminina no conselho de empresas dinamarquesas de capital aberto. Essa contradição se deve ao viés que variáveis não observáveis gera na MQO.

Para tentar contornar o problema acima citado, foi feita a regressão de dados em painel com efeitos fixos, conforme pode ser observado na coluna seguinte. Esse modelo permite a correlação das variáveis condicionantes com os efeitos não-observáveis. Nesta estimação, os valores p ficaram diferentes da análise anterior e são insignificantes para todas as variáveis

utilizadas. O estudo de Erhardt, Werbel e Shrader (2003) também utilizou a regressão de dados em painel com efeitos fixos e obtiveram resultados positivos sobre o ROA em relação a mulheres na composição no conselho de empresas americanas entre 1993 e 1998. No entanto, ressalta-se que este trabalho, além da diversidade de gênero, incluiu também diferenças étnicas e de origem dos membros do conselho.

Apesar do último modelo apresentado ser mais robusto do que o primeiro, ainda assim há o viés do efeito-fixo, pois o há a possibilidade do estimador de covariância ser inconsistente, uma vez que a dimensão temporal do painel é pequena (6 anos). Por isso, na terceira e última coluna da análise sobre o ROA, foi feita a regressão de MGM com estimador de Arellano-Bond. Contudo, resultados semelhantes foram obtidos e todas variáveis utilizadas foram estatisticamente insignificantes. Esse resultado indica que há possibilidade de endogeneidade entre participação feminina e a performance financeira.

A Tabela 10 mostra a relação entre o valor de mercado e a PF no CA e busca atender ao segundo objetivo específico. Da mesma forma como a análise anterior, a primeira coluna apresenta os valores da MQO e tem como resultado uma relação positiva – e com significado estatístico – entre a presença de mulheres e o VM. Isso contraria o estudo de Carter, D’Souza, Simkins e Simpson (2010) que não encontrou relação entre essas variáveis.

No entanto, para a regressão de dados em painel, essa relação foi negativa, mas estatisticamente não significativa, como indicado na segunda coluna da tabela 10. O mesmo resultado foi encontrado na estimação por MGM na terceira coluna. Dessa forma, não se pode concluir que a participação feminina não possui relação com o VM e reforça a presença de endogeneidade entre as variáveis. Destaca-se que o estudo de Adams e Ferreira (2009) também apresentou resultados diferentes entre a estimação por MQO e MGM e os autores conseguiram identificar a relação de causalidade superando-a com o uso de variável instrumental.

Contudo, isso contraria o trabalho de Silva e Martins (2017) que concluíram não haver endogeneidade entre valor de mercado e ROA com a participação feminina nos conselhos de administração das empresas de capital aberto brasileiras e uma pequena relação positiva entre as dimensões estudadas. Ressalta-se que os autores poderiam ter tido opinião diferente caso também tivesse feito a regressão por MGM com o estimador de Arrelano-Bond.

Tabela 10 – Estimações entre PF e VM

	Variável Dependente VM
--	------------------------

	I	II	III
Participação Feminina	1,0505	-0,3973	-0.1712
Valor-p	0,000	0,235	0,581
Tamanho	0,8057	0,4852	
Valor-p	0,000	0,000	
Endividamento	0,0002	0,0014	0,0008
Valor-p	0,816	0,524	0,540
Log(Receita)	0,1963	0,0646	0,1114
Valor-p	0,000	0,285	0,013
VM defasada			0,4414
Valor-p			-0,000
Observações	1157	1157	683
R <sup>2</sup>	0.7274	0.1035	.
Efeitos Fixos	Não	Sim	Sim
Tipo de Regressão	MQO	Dados em Painel	Arellano- Bond

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Na Tabela 11, procura-se atender ao último objetivo específico de analisar a influência da participação feminina em relação a aspectos operacionais das empresas. Pode-se observar que todas as estimações, nas três colunas, mostram valores positivos para a relação entre PF e EFIC, apenas com significância para a regressão de MQO.

Assim como as demais tabelas deste capítulo, a primeira coluna mostra os resultados da regressão por MQO e todas as variáveis de controle – com exceção do controle log da receita – não são significativos estaticamente. A coluna seguinte identifica a regressão de dados em painel com efeitos fixos e apresenta todas as variáveis com baixo nível descritivo. Na terceira coluna estão os resultados da MGM e, assim como os valores da MQO, apenas o log da Receita deu significado estatístico.

Pode-se afirmar que, conforme os estudos de Carter *et al.* (2003), Campbell e Minguez-Vera (2008), Adams e Ferreira (2009) e Boubaker, Dang e Nguyen (2014), a relação entre composição do conselho e performance empresarial sofre problemas de endogeneidade. Isso acaba por provocar distorção ou viés nas estimações.

Tabela 11 – Estimções entre PF e Eficiência

	Variável Dependente EFIC
--	--------------------------

	I	II	III
Participação Feminina	0,0629	0,4721	0,4409
Valor-p	0,686	0,397	0,220
Tamanho	0,0124	-0,1360	
Valor-p	0,640	0,303	
Endividamento	0,0000	0,0000	0,0000
Valor-p	0,874	0,177	0,726
Log(Receita)	-0,0393	-0,2623	-0,4407
Valor-p	0,016	0,091	0,000
EFIC defasada			1,0623
Valor-p			0,000
Observações	1379	1379	836
R <sup>2</sup>	0.1194	0.0799	.
Efeitos Fixos	Não	Sim	Sim
Tipo de Regressão	MQO	Dados em Painel	Arellano- Bond

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Diante do exposto, esta seção procurou atender ao objetivo geral e específicos da pesquisa. Este estudo apresentou resultados diversos da maioria dos trabalhos pesquisados sobre essa temática. Em relação ao estudo de Adams e Ferreira (2009), este também não conseguiu encontrar uma relação positiva da participação feminina com a performance empresarial, mas sim, com a aspectos gerencias e de governança corporativa. Tendo como suporte a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), não foi possível concluir que a participação feminina no conselho de administração das empresas de capital do Brasil tem um impacto positivo na performance empresarial, ou seja, reduzem o conflito entre acionistas e gestores. Dessa forma, a hipótese levantada neste trabalho é rejeitada.

## **6 CONCLUSÃO**

Este trabalho analisou as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 e a participação de mulheres nos seus respectivos conselhos de administração. Tendo como base a Teoria da Agência formalizada por Jensen e Meckling (1976), essa temática envolve a governança corporativa e as vantagens que uma maior diversidade de gênero nela podem contribuir para um melhor desempenho empresarial (ANDRES; VALLELADO, 2008; CARTER, SIMKINS; SIMPSON, 2003; FERRERO-FERRERO; FERNÁNDEZ-

IZQUIERDO; MUÑOZ-TORRES, 2015; HARO-DE-ROSARIO; GÁLVEZ-RODRÍGUEZ; SÁEZ-MARTÍN; CÁBA-PEREZ, 2017)

O estudo foi desenvolvido para tratar da seguinte hipótese: uma maior participação feminina no conselho de administração é positivamente relacionada com a performance empresarial no Brasil. Para este trabalho, foi encontrada várias referências literárias – a maior parte internacional – e, a partir delas, buscou-se fazer uma análise diferenciada com uso de diferentes métricas de performance empresarial e modelos de estimação. O objetivo principal foi investigar a relação entre a participação feminina no conselho de administração e performance empresarial e teve como específicos: (i) analisar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação a aspectos financeiros da empresa; (ii) analisar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação ao valor de mercado e (iii) analisar a influência da participação feminina no conselho de administração em relação a aspectos operacionais.

Para atender a esses objetivos, a performance financeira, foram colhidos dados na plataforma Economatica®. E, a partir desses valores, foram calculados e usados o retorno sobre ativos (ROA), para o desempenho operacional de eficiência (EFIC), o custo de produto vendido sobre a receita e o valor de mercado (VM), o próprio valor de cotação das ações no último dia do ano referido. Além dessas principais medidas, foram também analisadas, o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBTIDA) sobre o ativo total (ATIV), tamanho das empresas e a *dummy* setorial. A participação feminina foi obtida por meio do formulário de referência disponibilizado na B3 com os dados de todos os membros do conselho de administração das empresas de capital aberto brasileiras. Foram obtidos dados de 334 empresas entre os anos de 2012 e 2017.

Com o intuito de descrever e realizar uma análise preliminar dos dados, foi feita uma análise de correspondência (Anacor) com as principais variáveis dependentes e as demais. Nesse exame, foi feito o teste qui-quadrado entre a PF em relação ao ROA, ROE, SET, TAM, EFIC e ATIV. Nesse teste, foi demonstrado que as variáveis apresentam significância entre a PF e, portanto, a Anacor se mostrou viável. Essa análise mostrou que se pode concluir que as empresas estão entre os 50% melhores desempenhos das medidas estudadas, são as que possuem participação feminina no conselho de administração.

Para atender aos objetivos específicos, foi utilizado três técnicas de regressão linear múltipla: MQO, dados em painel e MGM com estimador de Arellano-Bond. Cada variável dependente principal (ROA, VM e ATIV) foi feita essa série de regressões e, diferentemente da Anacor, não foi possível concluir que uma maior presença de membros femininos implica

em uma melhor performance empresarial por parte das empresas brasileiras da B3. Conforme já era de se esperar, a regressão de MQO obteve resultado com significância para o ROA – relação negativa - e o VM e ATIV – relação positiva -, as outras não apresentaram significado estatístico. Isso contradiz o que muitos estudos internacionais e nacionais concluíram (ERHARDT; WERBEL; SHRADER, 2003; KRISHNAN; PARK, 2005; KANG; CHENG; GRAY, 2007; SILVA; MARTINS, 2017). Contudo, ressalta-se que esta técnica possui problemas de viés no resultado devido a natureza específica deste estudo.

No entanto, esse resultado converge com alguns estudos internacionais, como o de Rose (2007) e o de Adam e Ferreira (2009). Um dos motivos para o viés dos resultados e a falta de uma resposta mais assertiva sobre os efeitos da participação feminina para a performance empresarial é a endogeneidade entre as variáveis, conforme já foi analisada por estudos anteriores (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; CAMPBELL; MINGUEZ-VERA, 2008; ADAMS; FERREIRA, 2009; BOUBAKER; DANG; NGUYEN, 2014).

Apesar da não significância estatísticas dos resultados, pode-se argumentar a favor da participação feminina nos conselhos de administração de empresa no Brasil. Além da performance empresarial, o ganho com uma maior quantidade de mulheres no CA resulta em melhores práticas de sustentabilidade empresarial (BOULOUTA, 2012; GLASS; COOK; INGERSOLL, 2015) e reputação corporativa (BRAMMER; MILLINGTON; PAVELIN, 2009).

Diante de uma escassez de estudos sobre essa temática, destaca-se a contribuição deste trabalho para a academia e sociedade sobre a importância de uma maior diversidade de gênero na composição do conselho de administração e uma melhor governança corporativa. A pesquisa contribui para o aprofundamento metodológico sobre como essa relação deve ser tratada.

## 7 REFERÊNCIAS

ABDULLAH, S. N., ISMAIL, K. N.; NACHUM, L., Does having women on boards create value? The impact of societal perceptions and corporate governance in emerging markets. **Strategic Management. Journal.**, 37: 466-476, 2006. DOI:10.1002/smj.2352

ADAMS, B. R.; FERREIRA, D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of Financial Economics**, 94(1), 291-309, 2009.

- ADAMS, R. B., HAAN, J., TERJESEN, S; EES, H. VAN. Board diversity: Moving the field forward. **Corporate Governance: An International Review**, 23(2), 77-82.  
DOI:10.1111/corg.12106
- ADAMS, B. R., HERMALIN, B.; WEISBACH, M. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. **Journal of Economic Literature**, 48(1), 58-107, 2010. DOI:10.1016/j.jfineco.2008.10.007
- AMIHUD, Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and timeseries effects. **Journal of Financial Markets**, v. 5, n. 1, p. 31-56, 2002.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ANDRES, P.; VALLELADO, E. Corporate governance in banking: The role of board of directors. **Journal of Banking and Finance**, 32(12), 2570-2580, 2008. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2008.05.008
- ARAÚJO, E. A.; CAMARGOS, M. A.; SILVA, W. A. Análise dos efeitos das decisões de investimento sobre o desempenho operacional, a rentabilidade e a criação de valor de companhias brasileiras. **Book of Proceedings – Tourism and Management Studies International Conference Algarve**, 3, pp. 762-777, 2012.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: MonteCarlo evidence and an application to employment equations. **Review of Economic Studies**.Oxford, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/)>.  
Acesso em: 20 nov. 2018.
- BARDIN, L. (2011). **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70.
- BARGERON, L. L.; LEHN, K. M.; ZUTTER, C. J. Sarbanes-Oxley and corporate risktaking. **Journal of Accounting and Economics**, v. 49, n. 1-2, p. 34-52, 2010.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BIGGINS, J. V. Making board diversity work. **Corporate Board**, 20(117), 11-17, 1999.
- BORGES, L., SERRAO, C, Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v.12, n. 24, p. 111 - 148, 2005.
- BOUBAKER, S.; DANG, R.; NGUYEN, D. K. Does board gender diversity improve the performance of French listed firms? Working paper series. **IPAG Business School**, 2014. Disponível em:<http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html>
- BOULOUTA, I. Hidden connections: The link between board gender diversity and corporate social performance. **Journal of Business Ethics**, 113(2), 185-197, 2012. DOI: 10.1007/s10551-012-1293-7
- BRAMMER, S.; MILLINGTON, A.; PAVELIN, S. Corporate reputation and women on the board. **British Journal of Management**, 20(1), 17-29, 2009.  
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00600.x>



- CAIXETA, C. G. F.; LOPES, H. E. G.; BERNARDES, P.; CARDOSO, M. B. R.; CARVALHO NETO, A. M. Reputação corporativa e desempenho econômico-financeiro: um estudo em cinco grandes grupos empresariais brasileiros. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v. 1, n. 9, p. 86-109, 2011.
- CAMPBELL, K., MINGUEZ-VERA. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, vol. 83, p 435-451, 2008.
- CAPPELLE, M. C. A.; MELO, M. C. O. L.; BRITO, M. J. M.; BRITO, M. D. Uma análise da dinâmica do poder e das relações de gênero no espaço organizacional. **RAE-Eletrônica**, 3(2), 1-17, 2004. DOI: 10.1590/S1676-56482004000200006
- CARTER, D.A.; D'SOUZA, F.P.; SIMKINS, B.J.; SIMPSON, W.G. The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. **Corporate Governance: An International Review**, 18(5)2010. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x
- CARTER, D. A., SIMKINS, B.; SIMPSON, W. Corporate governance, board diversity, and firm value. **The Financial Review**, 38(1), 33-53, 2003. DOI: 10.1111/1540-6288.00034
- CARVALHAL DA SILVA, A. L.; CHIEN, A. C. Y. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, 11(4), 481-502, 2013.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.
- CHARITOU, A.; GEORGIU, I.; SOTERIOU, A. Corporate Governance, Board Composition, Director Expertise, and Value: The Case of Quality Excellence. **Multinational Finance Journal**. 20. 181-236, 2017. DOI: 10.17578/20-3-1.
- CHODROW, N. Family structure and feminist perspective. In: Rosaldo, M. Z. & Lamphere, L. (eds). **Women in culture and society**. Stanford University Press: Stanford, CA, 41-48, 1974.
- CHOI, D. Y.; SAITO, R.; SILVA, V. A. B. Estrutura de capital e remuneração dos funcionários: evidência empírica no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 19, n. 2, 2015.
- CONYON, M. J. Corporate governance and executive compensation. **International Journal of Industrial Organization**, v. 15, n. 4, p. 493-509, 1997.
- CORKERY, J.; TAYLOR, M. The gender gap: A quota for women on the board. **Corporate Governance eJournal**, 1-12, 2012
- DAILY, C. M.; CERTO, S. T.; DALTON, D. R. The future of corporate women: Progress toward the executive suite and the boardroom? **Women on corporate boards of directors: International challenges and opportunities**, 14(1), 2000. 11-23. DOI: 10.1007/978-90-481-3401-4\_2

- ERHARDT, N. L.; WERBEL, J.D.; SHRADER, C.B. Board of director diversity and firm financial performance. **Corporate Governance: An International Review**, 11, (2): 102-11, 2003.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, 26(2), 327-350, 1983.
- FÁVARO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; CHAN, B. L.; SILVA, F. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. São Paulo: Campus, 2009.
- FERREIRA, R. N. Responsabilidade social, governança corporativa e valor das empresas. **Revista de Administração da UFLA**, 6(1), 132-141, 2004.
- FERREIRA, Roberto do Nascimento et al . Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **RAM, Rev. Adm. Mackenzie**, São Paulo , v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1678-69712013000400006>.
- FERRERO-FERRERO, I., FERNÁNDEZ-IzQUIERDO, M. Á.; MUÑOZ-TORRES, M. J. Integrating sustainability into corporate governance: an empirical study on board diversity. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 22(4), 193-207, 2015. DOI: 10.1002/csr.1333
- FLORIANI, R.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Reflexos das inovações nos índices de rentabilidade de empresas. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, v. 7, n. 2, p. 96-115, 2013.
- FORBES, D. P.; MILLIKEN, F. Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups. **The Academy of Management Review**, vol. 24, no. 3, pp. 489–505, 1999.
- GARRISON, R. H.; NOREEN, E. W. **Contabilidade gerencial**. Rio de Janeiro: LTC, 2001.
- GILLIGAN, C. **In a different voice**. Harvard University Press: Cambridge, MA, 1982.
- GLASS, C.; COOK, A.; INGERSOLL, A. R. Do women leaders promote sustainability? Analyzing the effect of corporate governance composition on environmental performance. **Business Strategy and the Environment**, 25(7), 495-511, 2015. DOI: 10.1002/bse
- GÓIS, A. D., DE LUCA, M. M. M., LIMA, G. A. S. F.; VASCONCELOS, A. C. Reputação gera valor para os acionistas? uma análise nas empresas brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, 16(2), 523-546, 2017. DOI: 10.18593/race.v16i2.13048
- GOMPERS, P., ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, 118, 107-155, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- GROSSER, K.; MOON, J. Gender mainstreaming and corporate social responsibility: Reporting workplace issues. **Journal of Business Ethics**, v. 62, n. 4, p. 327-340, 2005.

- HAIR JÚNIOR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HARO-DE-ROSARIO, Arturo et al. Papel do conselho de Administração na ética empresarial em países da América Latina. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, [S.l.], v. 57, n. 5, p. 426-438, out. 2017. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/s0034-759020170502>
- HAWAWINI, G.; SUBRAMANIAN, V.; VERDIN, P. Is performance driven by industry-or firm-specific factors? A new look at the evidence. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 1, p. 1-16, 2003.
- HENDRY, K.; KIEL, G. C. The role of the board in firm strategy: Integrating agency and organizational control perspectives. **Corporate Governance: An International Review**, 12(4), 500-520, 2004. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2004.00390.x
- IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.
- JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, M. Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, 14(3), 8-21, 2001. DOI: 10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JOHN, K.; SENBET, L. W. Corporate governance and board effectiveness. **Journal of Banking & Finance**, 22, 371-403, 1998.
- JOHNSON, R.; GREENING, D. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. **The Academy of Management Journal**, 42(5), 564-576, 1999. DOI: 10.1016/j.sbspro.2012.11.217
- KANG, H.; CHENG, M.; GRAY, S. J. Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards. **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 15, No. 2, pp. 194-207, 2007.
- KAYO, E. K.; TEH, C. C.; BASSO, L. F. C. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 41, n. 2, p. 158-168, 2006.
- KNEIPP, J. M.; VIEIRA, K. M.; BENDER FILHO, R.; GOMES, C. M. Características determinantes no nível de divulgação de informação em relatórios de sustentabilidade de empresas brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 12, n. 2, p. 295-338, 2013.
- KRISHNAN, H. A.; PARK, D. A few good women--on top management teams, **Journal of Business Research**, 58, issue 12, p. 1712-1720, 2005.
- LAMEIRA, V. J.; NESS Jr., W. L.; QUELHAS, O. L. G.; PEREIRA, R. G. Sustainability, value, performance and risk in the Brazilian capital markets. **Revista Brasileira de Gestão e Negócios**, 15(46), 76-90, 2013. DOI: 10.7819/rbgn.v15i46.1302

- LIU, Y.; WEI, Z.; XIE, F. Do women directors improve firm performance in China?, **Journal of Corporate Finance**, 28, issue C, p. 169-184, 2014.
- LONCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Capital structure, cash holdings and firm value: a study of Brazilian listed firms. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 46-59, 2014.
- LOPES, A. C.; De LUCA, M. M. M., GÓIS, A. D.; VASCONCELOS, A. C. Disclosure socioambiental, reputação corporativa e criação de valor nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contabil**, 9(1), 364-382, 2017.
- LYNALL, M. D.; GOLDEN, B. R.; HILLMAN, A. J. Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view. **Academy of Management Review**, 28, 416-431, 2003. DOI: 10.5465/AMR.2003.10196743.
- MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. Responsabilidade social impacta o desempenho financeiro das empresas? **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, 4(1), 2-23, 2011.
- McWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective. **Academy of Management Review**, v. 26, n. 1, p. 117-127, 2001. DOI: 10.2307/259398
- MEDEIROS, O. R.; COSTA, P. S.; SILVA, C. A. T. Testes empíricos sobre o comportamento assimétrico dos custos nas empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 16, n. 38, p. 47-56, 2005.
- MENDES-DA-SILVA, Wesley; GRZYBOVSKI, Denize. Efeitos da Governança Corporativa e da Performance Empresarial sobre o Turnover de Executivos no Brasil: Comparando Empresas Familiares e Não Familiares **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, vol. 7, núm. 1, 2006, pp. 45-70 Universidade Presbiteriana Mackenzie São Paulo, Brasil, 2006.
- MIRANDA, K. F.; VASCONCELOS, A. V.; DE LUCA, M. M. M.; CABRAL, J. E. O. A capacidade inovativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas inovadoras brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 81, n. 2, p. 269-299, 2015.
- MORROW JR., J.L.; SIRMON, D.G.; HITT, M.A.; HOLCOMB, T.R. Creating value in the face of declining performance: firm strategies and organizational recovery. **Strategic Management Journal**, v. 28, n. 3, p. 271-283, 2007.
- NAVARRO, A. C.; SILVA, A. F.; PARISI, C.; ROBLES JÚNIOR, A. Decisões de investimento e rentabilidade futura: estudo empírico com companhias abertas não financeiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 1, p. 19-34, 2013.
- OLIVEIRA, P. H. D.; LUSTOSA, P. R. B.; SALES, I. C. H.. Comportamento de custos como parâmetro de eficiência produtiva: uma análise empírica da companhia Vale do Rio Doce antes e após a privatização. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v.3, n 3, p.54-70, set./dez. 2007.
- PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R.; SACRAMENTO, L. C. Relações entre liquidez e retorno nas dimensões contábil e de mercado no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 259-272, maio/ago. 2016.

- RAO, K.; TILT, C. Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making. **Journal of Business Ethics**. 138., 2015. DOI: 10.1007/s10551-015-2613-5.
- RATTEN, V.; DANA, L.; RAMADANI, V. **Women Entrepreneurship in Family Business: An Overview**, 2017.
- RICHARDSON, R. J.; PERES, J. A. S.; WANDERLEY, J. C. V.; CORREIA, L. M.; PERES, M. H. M. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2009.
- RODRIGUES, Jorge; SEABRA, Fernando. Conselho de administração: Que funções?. **Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão**, Lisboa, v. 10, n. 1-2, p. 2-12, jan. 2011
- ROSE, C. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. **Corporate Governance**, 15(2), 404-413, 2007. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2007.00570.x
- RUTHERFORD, S. Any difference? An analysis of gender and divisional management styles in a large airline. **Gender, Work & Organization**, 8(3), 326-345, 2001.
- SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista administração de empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008. DOI: 10.1590/S0034-75902008000200007.
- SAMPIERE, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2013.
- SANTOS, D. F. L.; BASSO, L. F. C.; KIMURA, H.; KAYO, E. K. Innovation efforts and performances of Brazilian firms. *Journal of Business Research*, v. 67, n. 4, p. 527-535, 2014.
- SEGURA, L. C.; FORMIGONI, H. Influência do controle e da gestão familiar no endividamento das empresas abertas Brasileiras: um estudo quantitativo. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 6, p. 51-76, 2014.
- SILVA JÚNIOR, C. P.; MARTINS, O. S. Mulheres no Conselho Afetam o Desempenho Financeiro? Uma Análise da Representação Feminina nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 1, p. 62-76, 2017
- SILVEIRA, A.; BARROS, L. A. B. de C.; FAMA, R.. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista administração de empresas**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003 DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>.
- WESTPHAL J. D.; ZAJAC, E. J. Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection. **Administrative Science Quarterly**, 40(1), 60-83, 1995. DOI: 10.2307/2393700
- WILLIAMSON, O. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. Free Press: New York, 1985.